

## 査読論文

## AIJ投資顧問事件の構造的研究

三好秀和<sup>1)</sup>

## 要旨

本稿の目的はAIJ投資顧問事件をビジネス・ストラクチャーの視点から再確認し不正防止策の方向性を見出そうとするものである。運用機能と保全・管理の担い手を選択でき、それぞれの専門性が生かせるビジネス・ストラクチャーであった投資一任ビジネス・ストラクチャーがなぜ機能しなかったのか明らかにしたいということが研究の動機である。

AIJ投資顧問事件の本質は投資一任ビジネス・ストラクチャーの不備にあるのではなく、投資信託ビジネス・ストラクチャー特に外国籍の私募投資信託を国内証券経由で販売する場合に生じる可能性が高いことを構造研究によって明らかにした。この事件をきっかけに情報開示の強化と資産運用ビジネスを担うそれぞれの金融機関が機能を全うすることを望む。

## キーワード：

AIJ投資顧問事件, 投資一任, 私募投資信託, ビジネス・ストラクチャー, 年金ファンド, 受託者の注意義務

- I. 問題提起
- II. AIJ投資顧問事件の特徴
  - 1. 事件の概要と影響
  - 2. 複雑なビジネス・ストラクチャーを解く
  - 3. 投資信託ビジネス・ストラクチャーを再検証する
  - 4. 信託銀行の受託責任
- III. 結語

## I. 問題提起

本論の執筆の動機は二つある。AIJ投資顧問事件の新聞報道では「消えた年金」と投資顧問会社<sup>2)</sup>の詐欺事件として報じられている。これまで資産運用にかかる詐欺事件は多く存在する。そのため、1986年の「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(以下、1986年の法

---

1) 立命館大学経営管理研究科教授

2) 1986年の「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」(いわゆる投資顧問業法)で規定されている投資運用一任業と助言業を営む資産運用会社のことを投資顧問業と称しているが、2007年7月に公布された金融商品取引法では投資顧問業法は廃止され、投資運用業と規定されているが新聞報道では投資顧問会社と称している。

整備と略す)の成立を契機として法整備が実施され、その後、投資顧問業の不正<sup>3)</sup>は社会問題化するような大事件に発展することはなかった<sup>4)</sup>。つまり、この法律によって整備されたビジネス・ストラクチャーは不正が入り込む余地がないように練り上げられた構造を有しており実効性が高いものであると考えられていた。しかし、この法律に従って投資顧問業に運用委託され、被害規模は大きく、かつ、被害者の多くが一定の金融知識を有する年金基金であるところ今回の事件の特徴がある。1986年の法整備に構造的な欠陥が内在するのではないかという疑念が生じたことが執筆の動機の一つである。

第二は今回の事件を契機として投資運用業や年金基金制度への不信につながりかねない憂慮すべき事態が生じる可能性がある点である。1986年の法整備当時、日本の投資顧問業は銀行業、証券業、保険業、信託業に続く新たな第5の金融業として期待された。さらに現在では投資顧問業から投資運用業に変貌を遂げ、日本経済の社会的な付託<sup>5)</sup>に応えることが期待されている。投資顧問業がこれまで行ってきた年金ビジネスを中心とした投資一任業務やリテール金融向けの投資信託業務に加えて投資運用業と呼ぶにふさわしい新たな金融仲介機能<sup>6)</sup>を担えるかどうか大切な時期だけに今回の事件が与えた影響は大きい。これまで進んできた金融機能のアンバンドリングに歯止めがかかる可能性がある。年金基金が投資運用業を選定するに際して、歴史や信用リスクの面を重視し巨大金融機関の出資する投資運用業を選ぶことで安心するようになれば、多様で多彩な投資運用業の出現を阻害することになる。さらに、投資家はよりリスク

---

3) 1981年の誠備グループ事件では、不特定多数の投資家を勧誘して投資顧問業務を行い、グループ投資形態により特定銘柄の買い占めをおこなった。その過程で大規模な投資家被害が発生した。1984年には投資ジャーナル事件が発生、マスメディアを活用したことで全国規模の広がりをみせ、被害者は数万人、被害総額百数十億にものぼる。このような環境下で、1986年の投資顧問業法は投資犯罪の防止目的で設備された側面がある。その後、「苦情・相談の状況(日本証券投資顧問業協会統計資料平成23年3月末)」によると投資運用業会員数が平成23年3月末247、さらに投資助言会員数が502である。一方、平成6年から平成22年度の17年間の平均は日本証券投資顧問業協会が把握する苦情26.4・相談19.8・あっせん5と件数も会員数から比較して低位に推移している。

4) 訴訟事件に発展した例がないわけではない。厚生年金基金と投資顧問会社との年金投資一任契約で、基金が提示した資産構成割合(アセット・ミックス)を遵守しなかったとして厚生年金基金が投資顧問会社を損害賠償請求した事件が平成18年7月12日大阪地方裁判所にて判決し確定した事件がある。(平成16年(ワ)第10915号)。結果は投資顧問会社に義務違反があるものの、仮にこの義務違反がないとした場合にも、その後実績値を上回る結果をもたらす内容の推定アセット・ミックスが提示されたと想定することは著しく困難であるため、義務違反による基金の損害は認められない、というものである(池田秀雄[2007], 37~41頁)。個別の基金と投資顧問業者の義務違反についての訴訟であり、AIJ投資顧問事件のように制度崩壊や社会問題化して国会で取り上げられるような事件ではない。

5) 2007年7月に公布された金融商品取引法では①投資一任業務には従来の有価証券の投資一任業務に加えて不動産を原資産とする金融商品の一任業務が加わり、②投資信託委託業務、③投資法人に係る資産運用業務、④ファンドの自己運用業務が可能となった。多様な形態での資産運用産業としての期待が込められた法改正であった。

6) 翁・武内[2011]が主張するように銀行が従来担ってきた機能のアンバンドリングが進む過程で、非上場会社への資金供給を専門的に提供する担い手の1つとしてプライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)が浮上してきた。PEファンドはハンズオンによる企業価値向上を実現することで経済成長率の底上げ効果が期待できるし、一般的には投資した企業の所有権を目的にしていらない投資であることから企業経営者にとっても安心であり、高齢者増大社会の資産選択対象として有用であるという。このプライベート・エクイティ・ファンドや事業再生ファンドなどは2007年7月に公布された金融商品取引法にて投資運用業に追加して規定された業務である。

回避的<sup>7)</sup> になることで年金制度そのものが崩壊する可能性がある。

首藤 [2001]<sup>8)</sup> は金融の自由化・グローバル化と情報技術の高度化が市場と企業活動の連動性を高めて「分散不能リスクの増大」を招き、金融取引の高度化が「市場参加コストの上昇」をもたらす。これらの変化は預金の安全資産としての質を低下させる。一方で、資産運用とリスク管理へのニーズを高めたと指摘している。つまり、投資運用業はこの環境下で金融仲介機能を担う社会的な役割が増大した。この社会の付託に応える基盤として1986年の法整備が実施されたのである。この法整備の特徴は運用と資産管理の機能分離を図ったことである。運用者が顧客から委託された資産を管理しながら運用すれば運用の失敗を隠べいし元本を棄損しながら配当する、いわゆる、タコ足配当のような詐欺事件に発展する蓋然性が高い。そもそも運用と資産管理はそれぞれが専門性の高い業務内容であり必要な資質、専門性も異なる。一体となった組織が行うことは利益相反が生じ、かつ、効率的ではない。1986年の法整備によって確立した投資顧問業の投資一任ビジネス・ストラクチャーは運用会社と信託銀行がそれぞれの専門家として相互に牽制しながら委託者のために受託責任を全うする構造である。つまり、法整備以前は運用と管理が一体であり不祥事<sup>9)</sup> が発生した。そのため、この機能を分離しそれぞれの専門化がそれぞれの専門性を発揮する態勢を整えたのである。運用会社は資金管理しないので委託者は運用会社の運用能力を第一に選定基準にすればよい。数兆円を運用する大規模な運用でも小資本で運用アイデアを活かして運用会社を設立することができる。また、信託銀行は多様化する資金管理や与信管理に対応するために決済や権利処理などで専門性が発揮できる。この機能アンバンドリング<sup>10)</sup> の流れは歴史的にも効果を発揮してきた<sup>11)</sup>。

7) ここでいうリスク回避的とは二つの側面がある。1つは文字通り低リスクの商品に投資家が向かうこと。具体的には株式のウェイトを下げ債券のそれを上昇させることである。リスク性が高い商品の運用ほど投資顧問料は大きい。そのため、債券のウェイトが高まれば投資運用業の収入は減少する。外国の株式はパフォーマンスが好調であるので外国の運用会社で働くことが相対的に魅力的となる。その結果として日本人の優秀なファンドマネジャーが海外に流出することになろう。もうひとつは年金制度の運営主体が運営リスクを回避するため制度自体を廃止し、より運営リスクが少ない確定拠出年金などへ制度変更をおこなうこと。その結果、金融仲介業を監視する金融リテラシーが高い購買代理機能を有する専門家が減少し一般投資家に金融リテラシーがより求められるようになる。金融リテラシー・コストが上昇する。

8) 首藤 [2001], 70-74 頁参照。また、Kitamura, Y.Sudo, M.and Teranishi, J [2001] は「家計の高齢化」および「資産分布の均等性」と家計のリスク態度との関連に着目している。「資産分布」が家計の資産選択に及ぼす影響があり、具体的には高齢家計への偏りに注目している。富の水準が高まれば高まるほど投資家の危険回避度は低下する。しかし、将来の勤労機会が不安定で勤労時間が短いと予想される高齢者は金融投資のリスクを回避するようになる。すなわち、人的資源と金融資産は代替的であり人的資源のリスクは高齢化するほど高まる。わが国家計の資産分布はデイトレーダーに代表される小規模投資家が主体であり、リスク負担能力の高い富裕層は退職後家計に偏っている。この特徴は日本の金融システムが市場型システムに移行する上で決定的な意味があり、長期的な視点から個人の資産運用を行う年金基金は家計のリスク管理を通じて企業と家計のミスマッチを調整する金融仲介の担い手としてわが国においてはとりわけ重要な役割を果たすと指摘している。

9) 前出注のとおり1981年誠備グループ事件、1984年投資ジャーナル事件がある。

10) 銀行業務のアンバンドリングの例として証券化が説明されているが、日本ではこのアンバンドリングが必ずしも米国のように本来の目的である効率性のために行うのではなく、金融機関の横並び意識やBIS規制を達成するための手段として行われていると指摘している (大垣 2004, p39-46)。

11) 年金基金の資産運用は投資顧問会社に運用委託が解禁される以前は生命保険会社や信託銀行によって独占されていた。生命保険会社や信託銀行の年金運用は運用と資産管理が一体となった構造であり、生命保険会

AIJ 投資顧問事件を単に金融犯罪、年金顧客の被害、さらには年金制度崩壊に係る社会的なセンセーショナルな事件として本論でとりあげるのではなく、本来は、金融システムの機能分化（金融アンバンドリング）が功をあげれば効率性が向上し金融リテラシー・コストの増大に対する解決策となるにかかわらず、今回の事件が発生した原因はどこにあるのか、ビジネス・ストラクチャーに着目して検証する必要があると考えたことが第二の理由である。構造的な問題へのアプローチとして制度面や機能面、さらには心理面からの方法がある。その中で、本論は制度、特にビジネス・ストラクチャーに着目し、機能分化は効率性を高め、質の向上に寄与し、情報リテラシー・コストの上昇の対策として有効であるという仮説を、AIJ 投資顧問事件を通して検証しようとするものである。

## II. AIJ 投資顧問事件の特徴

### 1. 事件の概要と影響

新聞報道<sup>12)</sup>による事件の概要は次の表1のとおりである。

【表1】AIJ 投資顧問の概要

2009年春	警視庁の見解では遅くとも AIJ 投資顧問がこの時期には実質的に経営破綻していた。
2011年6月から8月	長野市の厚生年金基金と東京都の企業年金基金に嘘の運用実績を記した資料を示し、投資信託の代金として計約70億円を詐取した疑い。
2011年3月期まで	厚生年金基金や企業年金基金から委託された資金1458億円のうち、1092億円をデリバティブ（金融派生商品）取引の失敗などで消失させた。資産額も2090億円と600億円以上水増しして公表していた。
2012年2月	金融庁は同社を業務停止処分とした。
2012年3月	証券取引等監視委員会が金融商品取引法違反容疑で強制捜査を実施、その後、投資顧問業の登録を取り消した。顧客は94の年金基金のほか、傘下のアイティーエム証券から投資信託を買付申込した個人を含め106に上る。AIJ 投資顧問の浅川社長やアイティーエム証券西村秀昭社長ら4名は詐欺容疑で逮捕された。

出所：『日本経済新聞』（夕刊）2012年6月19日号1頁をもとに筆者作成。

詐欺容疑の真相は裁判にゆだねるとして、事件の当事者は国会で証人喚問されるなど単に「運用を委託した企業年金の運用受託者と委託者とのトラブル」にとどまることなく、投資運用業

社の破綻によるリスクの顕在化がおこり運用と資産管理の機能分離が強調された時期がある。また、かつて、わが国の投資信託は発足当初は証券会社が兼業していた時期があり、証券投資信託の公共的な使命と健全な発展のため営業と運用の機能を組織的にも分離するため、投資信託委託会社と証券会社が分離した経緯がある。さらに、1986年の法整備がおこなわれたころは財テク資金の運用が行われていた時期であり、いわゆるバブル崩壊後、財テク運用の失敗が社会問題化の中で証券不祥事が社会問題化した。特に1991年の証券不祥事はその形態が取引一任勘定取引で特定金銭信託の運用を委託されていた営業特金であり、株価下落による損失を証券会社が優良顧客に対して損失補てんを行ったこと、暴力団関係者との取引、さらには相場操縦などの問題が国会で取り上げられた。その結果、急速、証券取引法の改定で証券会社による取引一任勘定取引が禁止されたのである。ブローカレッジと運用の機能分離である。

12) 「AIJ 社長ら4人逮捕、70億円詐取容疑、年金消失解明へ。」『日本経済新聞』（夕刊）2012年6月19日号1頁。

そのものに深い影響を与え社会問題化<sup>13)</sup>している。多くの被害者である厚生年金基金を所管する厚生労働省は2012年3月に年金局長を長とするAIJ問題対策特別プロジェクトチームを設置した。さらに厚生年金基金の運用体制等に関する調査を実施、4月には厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議を開催し7月には報告書をまとめた。その内容は1.資産運用規制の在り方、2.財政運営の在り方、3.厚生年金基金制度等の在り方の3つの視点で議論した。その結果、基金のガバナンス強化、受託者責任の明確化、資産管理運用業務の役職員の質向上、外部専門家等の支援体制や行政によるチェック機能の強化を提言している。金融行政においてもAIJ投資顧問のような不祥事の再発防止のために、適切に運用受託機関に対する検査・監督等をおこなう必要性を提言している。しかし、信託協会等へのヒアリングなど実施して事件の内容についての位置づけを明確にしようとしている<sup>14)</sup>が、あくまで厚生年金基金に係る視点で検討されるにとどまっている。厚生労働省は厚生年金基金を所管する機関であることから基金制度と基金のガバナンス、基金担当者の質向上に限定された提言となることは当然といえよう。

一方、投資運用業や信託銀行を所管する金融庁では2012年9月4日に「AIJ投資顧問株式会社を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し(案)の公表及び同案に係る御意見の募集について」と題し、パブリックコメントを求めている。ここで提起された金融庁案は法律改正を前提とした4つの案が提起されている。具体的には1.信託銀行によるチェック体制の強化、2.顧客(年金基金)が問題を発見しやすくする仕組み、3.不正行為に対する牽制の強化、4.投資運用業者等に対する規制・監督・検査の在り方の見直しである。3は虚偽記載や偽計に対す

13) 当時、政府与党である民主党財務金融部門では年金積立金運用のあり方及びAIJ問題等検証WTによりAIJ問題についての提言をおこなっている。衆議院財務金融委員会や参議院財政金融委員会での参考人質疑や証人喚問を踏まえて、バブル崩壊後の長期低金利政策と中小企業の経営困難による多大なる年金財政の負担を放置した厚生労働省の年金行政を非難している。また、厚生年金基金制度の改革を説き、具体的には厚生年金基金制度を一定の経過期間後に廃止することとし、そのために解散要件の緩和策や中小企業への緩和措置を図るものとしている。それまでの対策として中小企業の基金は合同運用を推進すべしとしている。不正防止策については金融商品取引規制を通じて投資顧問会社の開示や年金コンサルタントの規制、信託銀行等に受託者責任を強化するとともに、年金基金の運用担当者に実務経験や金融教育の義務付けをおこなっていない基金にはプライベート・エクイティ、不動産投資等の代替投資を制限すべきであり刑事罰強化を提言している。

14) 補足すれば厚生労働省主催第2回「厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議」2012年4月24日にてオブザーバー参加した信託銀行からビジネス・ストラクチャーについて説明されている。しかし、その内容は、①投資顧問に厚生年金基金の運用が開始された当初から年金特定信託は、あくまで投資顧問会社の指図に従って信託銀行が正確に事務を行うことに特化した事務サービスという建てつけになっていた。②信託銀行には、運用のライバル会社である投資顧問会社の運用手法等に対して、一切口を出させない枠組というのがこの建てつけであった。③時価の取得事務も含めて投資顧問会社からの指図に従うのがいまの年金特定信託の枠組である。④この回のケースでは外国籍私募投信の名義人が国内信託銀行ではなくアイティーエム証券である。そのため国内信託銀行は基準価額を算出するファンド受託銀行に直接確認しようとしてもできないスキームだった。⑤このような証券会社による保護預りスキームは法令上認められているスキームで、今回投資顧問会社が選択したスキームだった、と述べている。議事録によると蟹江宣雄委員からは「・・・言いにくい話ですが、AIJに関して年金特金契約を締結するときに、ある信託は拒否をした、でも、別の信託はいいとして受け入れたという話も聞いています・・・」とあるように信託銀行の受託姿勢の発言もあるが、議論は信託銀行が時価の正当性を確認できる法律手当ての問題として限定的な議論となっている。そもそも年金特定信託の契約当事者は委託者(厚生年金基金)と信託銀行であり投資顧問会社ではない。契約の枠組みとその中での慣習としての実務行為は峻別して議論すべきである。

る罰則の強化である。このようなモニタリングが有効か具体的なビジネス・ストラクチャーを検証してこの問題を論じたい。

## 2. 複雑なビジネス・ストラクチャーを解く

AIJ 投資顧問は正規のルールに従って登録手続きをおこなった金融商品取引業者である。さらに、被害者は運用に知見があり主たる業務として基金財政の管理・運用をおこなっている年金基金<sup>15)</sup>である。総合型厚生年金基金のような中小企業の団体に組織する基金だけではなく大企業を母体とした厚生年金基金も被害を受けた。金融商品取引法上の区分では AIJ に委託実績のある 88 基金のうち 22 基金が特定投資家（いわゆるプロ投資家）である<sup>16)</sup>。これは専門家をも騙した単なる巧妙な詐欺事件ではなく投資運用業および基金の運用委託体制に構造的な問題が内在<sup>17)</sup>している可能性があるのでビジネス・ストラクチャーの再検証が必要と考えられる。

まず、AIJ 投資顧問事件の複雑なビジネス・ストラクチャーを理解するために3つの基本ビジネス・ストラクチャーを理解する必要がある。3つの基本ビジネス・ストラクチャーとは、投資一任ビジネス・ストラクチャー、投資助言ビジネス・ストラクチャー、投資信託ビジネス・ストラクチャーである。先の2つは1986年の法整備で創られたビジネス・ストラクチャーである。投資信託ビジネス・ストラクチャーは1951年の「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」<sup>18)</sup>で整備された。図1は投資一任ビジネス・ストラクチャーである。年金資産を投資顧問会社に委託するほとんどはこの投資一任ビジネス・ストラクチャーにしたがって運用している。投資一任の意味を理解する上で投資助言ビジネス・ストラクチャー（図2）と比較すると理解しやすい。「投資顧問業法」で「投資一任業務とは顧客から有価証券などの金融商品の投資判断の全部また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に投資を行うのに必要な権限を委託され、顧客に代わって投資を行う業務」である。つまり、投資一任契約では投資判断と投資の実行（ただし、決済や管理は信託銀行の業務である）が投資顧問業者に一任されている。助言業務では投資顧問業者は顧客から報酬を得て助言をおこなう

15) 厚生年金基金令第39条の15第2項により基金は管理運用業務を執行する理事を設置する義務がある。

16) 厚生労働省主催第1回厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議2012年4月13日配布資料3-1「厚生年金基金の運用体制等に関する調査結果（概要）」より。

17) 構造面からの検討ではないが、基金側と AIJ 投資顧問側の心理面について若干コメントする。基金側の心理としては、年金制度の維持のために財政運営基準や退職給付会計で想定される必要収益率を上回るように運用することが求められるという基金担当者への重圧がある。その理由として必要収益率に達しなければ年金設計上不足分を母体企業が補填することになり拠出額も増加することになるからである。売る側の心理として、AIJ 投資顧問は偽造された高パフォーマンスと「絶対リターン」の訴求で年金基金を魅了した。多くの投資顧問会社はマーケットに投資すれば相対リターンしか得られないことを前提にマーケット・リターンである  $\beta$  を上回る  $\alpha$  を獲得するための投資戦略を工夫し標榜する。その結果、年金基金へは運用計画書にはマーケットの指標であるインデックスを何%上回るかを目標として掲げることが多い。しかし、たとえばインデックスを2%上回ることを目標としてもインデックスがマイナス10%であればマイナス8%となるため、マイナスのリターンとなる。これでは年金基金が求める絶対必要収益率を達成することは出来ない。このような心理面での切迫感が基金側にあったことに留意すべきであろう。

18) 昭和26年[1951]6月4日法律第198号。

が、最終的な投資判断は顧客であり投資の実行をおこなうのも顧客である。つまり、助言契約であれば顧客が投資判断と投資の実行をしているので投資顧問が問題となることはない。したがって AIJ 投資顧問事件は投資一任契約での事件であることがわかる。

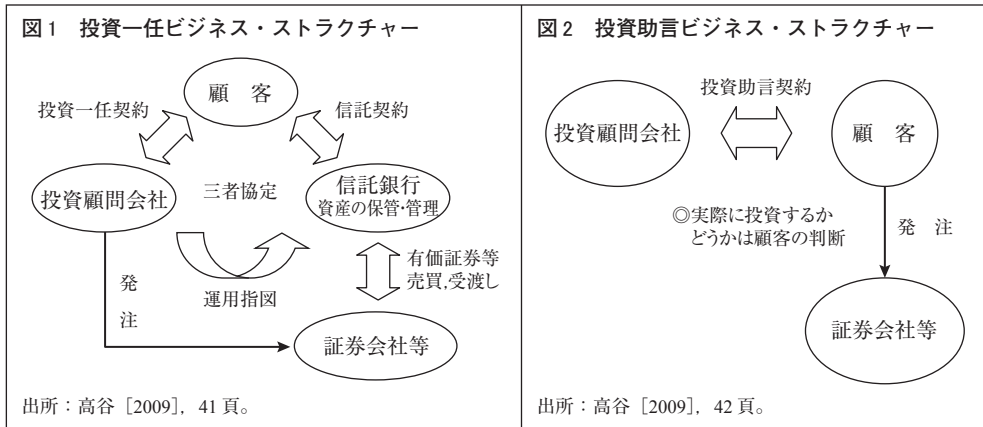
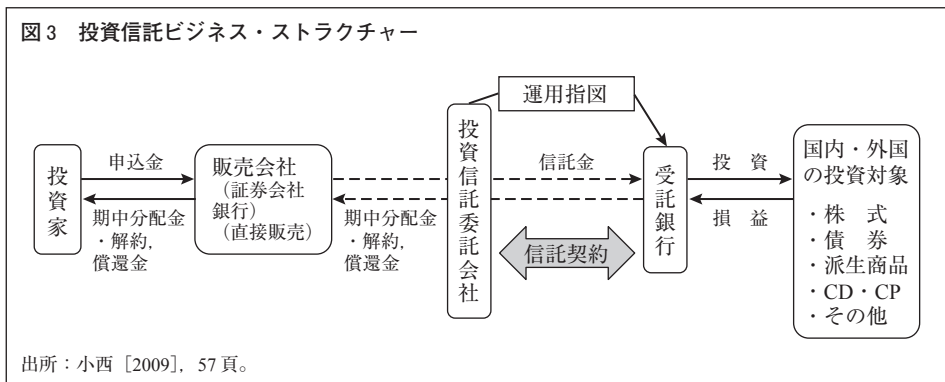


図3は投資信託ビジネス・ストラクチャーである。投資信託の場合、顧客である投資家が信託銀行と契約を結ぶのではない。先程の投資顧問会社に相当する委託会社が信託銀行と信託契約を締結する。顧客は投資信託の販売会社（証券会社や銀行等）との間で申し込み、分配、解約をおこなう。つまり、顧客と投資信託委託会社や信託銀行<sup>19)</sup>とは直接契約関係はない。販売会社は顧客の申し込みを取りまとめて委託会社へ連絡し、顧客の投資資金は販売会社から委託会社を経由して信託銀行の口座に入金される。最終的にこの信託銀行の口座で有価証券の受け渡しが行われるのである。

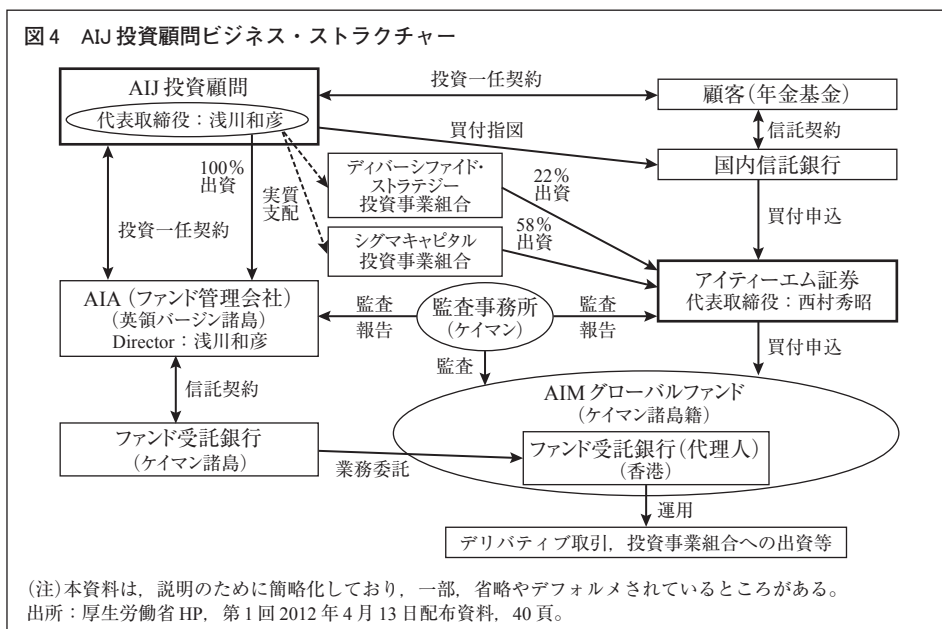
以上から投資一任ビジネスや投資助言ビジネスをおこなう投資顧問業者のビジネスは委託者へのいわばオーダーメイド商品であり、投資信託ビジネスをおこなう委託会社業者は企画商品を提供し顧客が販売会社から買付申込するといういわば規格商品であることがわかる。



19) 信託銀行の業務として信託財産の保管、管理する。その運営内容とは委託開始の指図にしたがって証券の受け渡し決済や資金管理をおこなうほか、投資信託収益分配金の管理や税務、株主優待券の換金などの業務がある。

この投資顧問業務と投信委託業務は規制緩和の流れの中で1995年兼業が可能となった。したがって、AIJ投資顧問は年金基金の資産運用として投資一任契約を締結する一方で、投資信託の委託会社として投信の運用をおこない自社が運用する投資信託を投資一任契約で買付申込することが可能となったのである。図4は2012年3月24日証券取引等監視委員会が公表したAIJ投資顧問のビジネス・ストラクチャー<sup>20)</sup>である。その特徴はAIMグローバルファンド(いわゆる、タックスヘブンのケイマン諸島籍の私募投資信託)を投資一任契約で買付申込していることである。この買付申込は国内信託銀行を通じて資金決済されているので顧客は信託報告書の取引明細や残高明細で買い付けたことの確認が可能である。さらに、流動性が低い外国籍の私募投資信託を買付申込する場合は投資一任契約を締結していても事前に顧客の了解を得ていると想定できる。なぜならば、厚生年金基金は「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」<sup>21)</sup>により運用の基本方針の策定を義務付けられており、運用業務に関する報告の内容及び方法に関する事項と政策的な資産構成割合を定めることとなっている。その中で分散投資義務が課せられていることから国内信託銀行が資金決済するに際して事前に顧客の了解を得ていると想定できる。

たとえ、投資一任契約で購入する投資信託が外国籍の私募投資信託であっても、投資信託を運用する役割を担う会社と有価証券等の資金決済管理をおこなう受託銀行も同様に存在しているのである。さらに監査事務をおこなう第三者も存在する。この事件で利用されたタックスヘブンであるケイマン諸島は英国領土であるが西インド諸島に属しており実際の日本株式やデリ



20) 厚生労働省 HP、第1回2012年4月13日配布資料②参照。

21) 平成9年4月2日年発第2548号。



パティプの運用はファンド管理会社である AIA (Director 浅川和彦氏) を通じて香港の受託銀行がおこなっていたものと思われる。一見すると複雑に思われるビジネス・ストラクチャーであるが、基本的には投資一任ビジネス・ストラクチャーと投資信託ビジネス・ストラクチャーの組み合わせである。どうして顧客である年金基金が投資一任契約で国内信託銀行が提供する月次ベースの信託報告書の中の外国籍の私募投資信託の「運用の失敗」を知ることができなかったのが問題である。

投資一任業務の場合、投資顧問会社は投資判断とその実行に必要な権限は付与されているが資産の保全・管理は信託銀行の役割である。信託銀行と直接契約を締結しているのは顧客である。このことから顧客にとってみれば投資顧問会社の運用が不満であれば投資一任契約を終了して他の投資顧問会社と契約を締結すればよく、容易に投資顧問会社を変更することができる仕組みとなっている。このように資産を他の信託銀行に移しかえることなく投資顧問会社を変更することが可能になったのは投資顧問会社が資産を直接預かることを禁止し、信託銀行が資産の保全・管理はおこなうという運用と資産管理を分離することが可能となったのは 1986 年の法整備によるビジネス・ストラクチャーである。したがって、運用成績は信託銀行によって顧客 (委託者である年金基金) に信託報告書<sup>22)</sup> を月次ベースで提出しており、また、投資顧問会社も運用報告を四半期毎におこなうことが通例となっている。顧客は信託銀行が提供する信託報告書で財産の状況を把握し、投資顧問会社が提供する運用報告書で過去の運用成果を振り返り、今後の運用見通しや投資戦略の説明を受けるのが通例である。顧客が知らないまま放置されることはない。信託報告書の取引明細、残高明細を見れば運用の失敗の経過はたどれるのである。

AIJ 投資顧問ビジネス・ストラクチャーを再確認すると顧客が直接契約している国内信託銀行の買付申し込みはアイティーエム証券である。このアイティーエム証券が虚偽の改ざんされた基準価格を国内信託銀行に報告し、国内信託銀行が虚偽の基準価格をそのまま顧客に報告した結果、顧客は運用の失敗に気づかず損害が拡大したことになる。アイティーエム証券への出資の 80% は AIJ 投資顧問の代表取締役浅川和彦氏の実質支配組合であり、AIJ 投資顧問とファンド管理会社である AIA とともに浅川和彦氏の管理下にあることからこの虚偽ビジネス・ストラクチャーが成立したと考えられる。

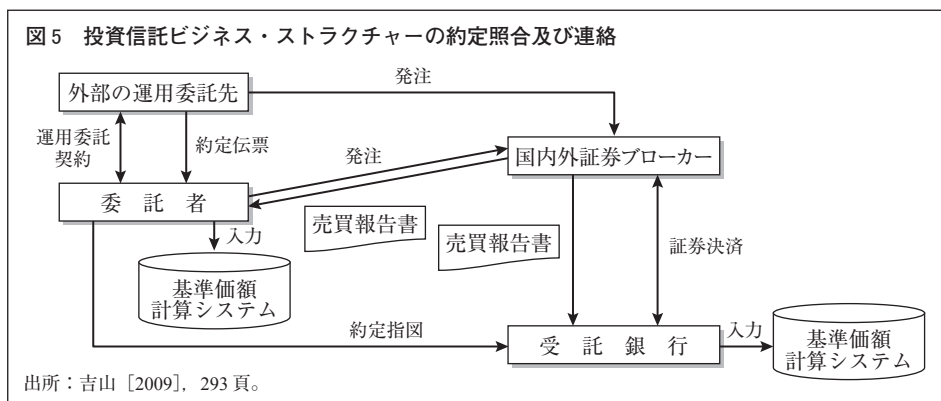
### 3. 投資信託ビジネス・ストラクチャーを再検証する

AIJ 投資顧問がおこなった「運用の失敗」の隠蔽の原因は投資顧問ビジネス・ストラクチャーにはなく、投資信託ビジネス・ストラクチャーにある。では現行の投資信託ビジネス・ストラクチャーはリスクのあるビジネス・ストラクチャーなのであろうか。

まず、図 3 を情報のやりとり及び情報開示の面から再確認する。信託銀行は第三者の立場で

22) 信託報告書には「運用状況報告書」には利回りとともに貸借対照表、元本損益等が、さらに「有価証券の残高明細」「有価証券の取引明細書」が掲載されている (永野 [2007] 243-255 頁)。

中立公正に顧客の受託資産を管理するため有価証券の評価にあたっては投資顧問会社からではなく独自の時価情報を情報ベンダーから取得している。この時価情報とは株式や債券などの場合である。公募投資信託を組み入れる場合は公表されている基準価格となる。ここで、投資信託の時価である基準価格<sup>23)</sup>の算定方法について理解する必要がある。図3の投資信託ビジネス・ストラクチャーを約定照合及び連絡について詳細説明した図が図5である。委託者とは図3での投資信託委託会社のことであり、外部の運用会社に運用を委託することができるので外部の運用委託先もこの図では含まれている。注目すべきは基準価額の計算システムを委託者と受託銀行それぞれがシステムを装備し約定入力していることである。つまり、投資信託ビジネスでは投資信託委託会社と受託銀行である信託銀行が基準価格を照合している。時価情報に関して二重のチェックをしているのである<sup>24)</sup>。つまり、AIJ投資顧問事件が国内の公募投資信託でおこなっていたら信託銀行との基準価格を照合する段階で発覚したと思われる。



契約面での優位性の視点から考察しよう。まず、投資信託ビジネスの場合、信託銀行へ委託するのは投資信託委託会社である。投資信託委託会社は、財務局に有価証券届出書や有価証券報告書等を提出し金融庁には信託約款の届け出をおこなう、いわば、投資信託組成の主体である。基準価格の算出や各種届出書の責任者も投資信託委託会社である。投資信託ビジネスは投信委託会社が主体となって商品設計したものを販売会社が顧客に販売するので、解約する方法以外に顧客が投信委託会社に運用の改善を求める方法はない。投資信託委託会社にとっても投資家に直接販売しなければ顧客情報を入手することができない。販売証券会社から総額での申込と解約のデータが送られてくるだけである。営業政策上最も重要な顧客データは投資信託委託会社にはない。契約面からの優位性は投資信託委託会社にあるが営業政策からは販売会社が優位となる。AIJ投資顧問事件の販売会社はアイティーエム証券であるが実質支配をおこなっ

23) 基準価格は1口あたりの純資産価額のことで基準価額ともいう。この計算は経理ではなく計理を用いる。

24) 基準価額の計算をする必要がない投資一任ビジネスであっても運用の意思決定のため、運用状況を日々把握することが必要である。投資顧問会社でも約定入力する必要がありその取引データや残高データを信託銀行と照合し委託者である顧客に四半期報告するのが通例である。ただし、投資一任ビジネスでは正規の帳簿は信託銀行が作成する信託報告書である。

ていたのは AIJ 投資顧問の浅川氏である。つまり、実質的に浅川氏が運用と資産管理を支配していたことになる。一方、投資一任ビジネスでは顧客（年金基金）が主体で信託契約、投資一任契約をそれぞれ締結し、運用に不満であれば運用財産はそのままに投資一任契約を解約し他の投資顧問会社と契約することができる。AIJ 投資顧問の浅川氏にとって顧客からの解約申し出がなければ契約は継続される。そこでアイティーエム証券に虚偽の運用実績を報告させ発覚を延ばすことで運用の失敗を取り戻そうとしたのである<sup>25)</sup>。

また、投資信託の規格商品性のデメリットを補うためオーダーメイド投資信託とし組成したのが私募投資信託である。さらに、税制のメリットを生かすという理由でタックスヘブンの外国籍の私募投資信託が組成されるようになった。AIJ 投資顧問事件で問題となったのはこの外国籍の私募投資信託である。私募投資信託は特定または少数の投資家に取得されることを目的に設定されるものであるため基本的に広く募集するようなものではない。したがって、販売は「募集」ではなく「勧誘」であるため、委託会社は財務局に有価証券届出書の作成・提出を免除されている<sup>26)</sup>。このように緩やかな開示規制が AIJ 投資顧問事件の背景にあったものと思われる。運用会社のノウハウであるからといって運用手法を秘密にするなどのトークは決して許されるものではない。運用のノウハウは開示できなくても運用結果の開示は可能なはずである。過去の投資行動から推測して不自然なパフォーマンスであり通常と異なる営業姿勢<sup>27)</sup>であったから金融リテラシーの高い顧客は AIJ 投資顧問に疑問を呈し被害を免れたし、そのような風評は監督当局に検査を行わせることになり、事件発覚の原動力になったのである。以上から AIJ 投資顧問事件について、投資信託ビジネス・ストラクチャーの検証から考えられる防止策は以下のとおりである。

① 投資信託ビジネスは投資顧問ビジネスと異なり、投資家がファンドのストラクチャーに

25) 「AIJ 社長参考人質疑——浅川社長らの発言要旨。」『日本経済新聞』夕刊、2012年3月27日号、3頁によると衆議院金融委員会の参考人質疑の中で浅川和彦氏の「年金基金という資金性の重さから、水増しの価格を使うつもりはなかったが、どうしても損した形では返したくなかった。」という発言を聞いて違和感を覚えた運用に従事している関係者は多かったのではないかと浅川和彦氏の経歴を確認すれば大手証券会社で支店長を経験したのちに投資運用業の経営者となっている。「損を穴埋めする」という発想は営業の発想である。運用に従事しているファンドマネジャーは失敗もあれば成功もするが、決して顧客に「損を穴埋めする」という発想はない。自己の投資戦略の仮説を実行しその結果を真摯に受け止めることを繰り返さなければ運用パフォーマンスの向上はない。

26) 2000年11月「投資信託財産の貸借対照表、損益及び剰余金計算書、附属明細表並びに運用報告書に関する規則」が制定されたが、2006年の会社法の施行により「投資信託財産の計算に関する規則」が制定されている。

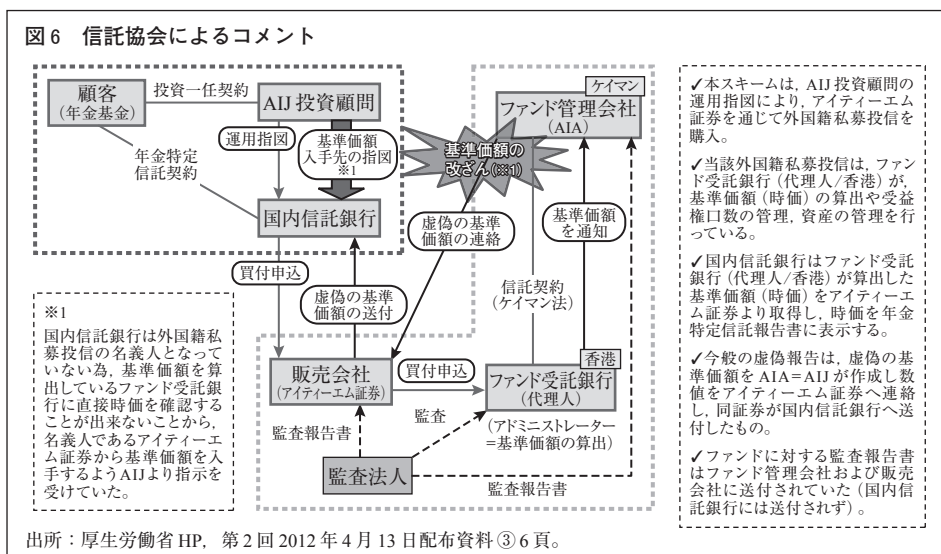
27) 浅川和彦氏は運用の失敗を真摯に受け止めることなく巧みな営業戦術で運用の失敗の隠蔽を行なった。接待だけでなく社会保険庁出身のコンサルティング会社と契約し権威付けを行ない、さらには主な営業ターゲットを中小企業の業界団体が作る総合型基金とした。総合型基金には社会保険庁出身者が多く役員となっていること、さらに単独の大規模な基金と比較して総合型基金は規模が小さく、外部コンサルティング会社の利用は少なく、ファンドマネジャー等の経験を持つ専門家も不在であった。浅川和彦氏は運用の失敗を穴埋めするために新規資金の獲得と解約防止をおこない自転車操業を繰り返していた。虚構の営業のプロであり決して運用のプロフェッショナルの姿はここにはない。また、「破綻状態で利回り約束、AIJ社長「絶対のリターン」」『日本経済新聞』夕刊、2012年6月18日、13頁によれば浅川和彦氏が年金基金に投資信託を売り込む際に「絶対リターン商品」が提供できるなどと確実に利回りが得られるような勧誘をしていたことが捜査関係者への取材で明らかになった。

関与できる仕組みではない。よって、監督官庁等の特段の監視のもと情報開示を強化し透明性を高める必要がある。公募と私募の区別、国内籍と外国籍、さらには特定投資家と一般投資家の区別は情報開示において特段に配慮すべき区別ではない。投資家が投資判断を行うのに必要な情報開示は購入時、保有時ともに必要である。情報開示は自己責任を問うための前提となる。

- ② 投資信託ビジネスではファンドの組成の中心は投資信託委託会社である。さらに、投資資金の多寡は販売証券会社の営業政策による。したがって、信託銀行の立場は比較的脆弱となる。信託銀行の資金管理・保全業務を全うするため、法令による担保と独立性を保つことが必要である。

#### 4. 信託銀行の受託責任

図6は図4の資料をもとに信託協会が補足しコメントした資料である。なぜ国内信託銀行が虚偽の基準価格を見抜けず虚偽のまま報告したか理由が解説されている。



外国籍の投資信託であってもケイマン法の信託契約に基づいて監査法人はファンド受託銀行の監査を実施しその監査報告書はファンド管理会社、販売会社に報告されている。ここでは正当な資産残高が記載されていた。国内信託銀行がその監査報告書を入手できなかったのは国内信託銀行が外国籍私募投資信託の名義人になっていないことを理由としている。外国籍の投資信託を買付申込した場合、販売証券会社の保護預りとなる。販売証券会社の保護預りとなれば買付申込したファンド（AIM グローバルファンド）の持分としてアイティーエム証券名義でファンド管理会社に登録される。年金基金それぞれの口座番号で分別管理されるようなことはなく、販売証券会社の名義となることからファンド管理会社（AIA）やそのファンド受託銀行（ケイマン諸島や香港の銀行）には年金基金の名義の登録はない。日本国内では信託財産であるた

め信託名義となってもファンド管理会社やそのファンド受託銀行にとってみれば販売証券会社の保護預りであるため、国内信託銀行はファンド管理会社（AIA）やファンド受託銀行にとっては契約の当事者ではないのである。よって、国内信託銀行は監査報告書を確認する権限がないと信託協会は主張している。

では国内信託銀行は外国籍私募投資信託の基準価格を確認する権限を持たないのだから、致し方ないといえるのだろうか。民法第 644 条により受託者の注意義務が規定されている。年金基金という公共性の高い資金を保全管理する信託銀行は財産の保全・管理においては職業倫理、知見ともに高くなければならない。外国籍私募投資信託の管理についても国内公募投資信託と同様の管理をすべきであり、委託者やその代理人である投資顧問会社が決済や資金管理・保全に係るリスクを認められる運用対象を投資対象とする場合、善良な管理者として注意をもって対処すべきであろう。AIJ 投資顧問事件に限らず、外国籍の投資信託を国内証券会社から保護預かりで買付申込すれば国内信託銀行は名義人となれない。しかし、AIA グローバルファンドを直接、買付申込が可能であれば国内信託銀行の名義となることができる。この場合は外貨決済し海外の国内信託銀行と契約する保管管理銀行（カストディアンバンク）に券面を保管する必要があるため、年金基金には保管管理銀行への手数料が発生するデメリットがある。しかし、一方で販売証券会社への販売手数料がなくなるためにメリットもある。このような選択肢はなかったのだろうか。少なくとも信託銀行は財産の保全・管理の善管注意義務を果たすべく委託者である年金基金に助言したのであろうか。投資顧問業者には運用の受託において善管注意義務があるのと同様に財産の保全・管理にも職業倫理や知見が求められ善管注意義務を果たすことが期待されている。国内信託銀行によって AIA グローバルファンドを直接買付けすることが可能かどうかは不明である。しかし、ファンドのビジネス・ストラクチャーや財産の保全・管理についての知見は年金基金よりも国内信託銀行の方が高いし、信託契約を締結しているのだから投資顧問会社に配慮することなく直接、信託銀行は委託者である年金基金等にアドバイスが可能だったはずである。以上から信託銀行の受託責任の観点での AIJ 投資顧問事件の防止策は以下のとおりであろう。

- ③ 契約の当事者でないため権限がないということと委託者へのアドバイスをするかどうかは別問題である。信託銀行は信託財産の保全・管理については善管注意義務を果たすため踏み込んだ対応が必要である。なぜならば信託銀行は単なる事務処理と決済の事務代行をおこなっているのではなく、自己名義として信託財産の保全・管理をおこなっているからである。外国法制上、日本国内の投資家保護を果たせない場合は委託者へその旨アドバイスすべきである。
- ④ 運用対象はグローバルに広がっており財産の保全・管理の必要性も同様である。信託銀行はグローバルに財産の保全・管理ができるようにグローバル展開できる能力を備えるべきである。自社での展開が困難で外部委託する場合でも、外国法制等について専門性を高め、信託財産の保全・管理について善管注意義務を果たすことが期待されている。

### Ⅲ. 結 語

AIJ 投資顧問事件の問題の本質は、委託者及び財産の保全・管理の責任を負う信託銀行が投資顧問会社の運用の失敗の虚偽記載を 2002 年から 2012 年の業務停止まで長期にわたり発見できず被害を拡大したところにある。これまでのビジネス・ストラクチャーの検証でこの隠蔽を可能にしたのは、投資信託ビジネス・ストラクチャー、特に投資一任契約の中で投資顧問会社が外国投資信託を国内証券で買付けることで、購入した外国投資信託は国内証券の保護預かりとなるため国内信託銀行の財産の保全・管理のチェック機能を遮断することで可能となったことがわかる。したがって、第一の問題提起の結論は 1986 年の法整備に構造的な欠陥は存在しない。

多くの新聞報道では AIJ 投資顧問事件の首謀者は投資顧問会社の経営者であり、販売した証券会社は実質、投資顧問会社の経営者の支配下にあることから投資顧問ビジネス・ストラクチャーに問題があるように報道されている。中には規制緩和が問題で投資顧問会社が許可制から登録制に変更になったことが悪質業者の台頭につながったかのような論調<sup>28)</sup> さえもある。しかし、隠蔽の本質は国内証券へ外国投資信託を買付けることによって生じる投資信託ビジネス・ストラクチャーにある。この事件の首謀者が投資顧問会社の経営者ではなく、販売した証券会社の経営者で巨大マーケットである年金資金を対象にするために投資一任ビジネス・ストラクチャーを利用したとしても成立する。

さらに、直接、アイティーエム証券から買付申込する場合<sup>29)</sup> と投資一任ビジネス・ストラクチャーで買付申込した場合を比較すれば、後者の場合は信託銀行に財産の保全・管理のための信託報酬というコストを払っている。信託銀行はそのコスト分の対応ができていないことは明白である。図 1 の投資一任ビジネス・ストラクチャーを再確認していただきたい。運用の専門家は投資顧問会社、資金管理・保全の専門家は信託銀行である。AIJ 投資顧問事件の発覚は AIJ 投資顧問の運用パフォーマンスが運用の常識では考えられない、あるいは、説明できないほど優れたものであったことから不信が広がり開示も不十分だったため捜査によって発覚したものである。しかも、その不信を払拭するように資金管理・保全の専門家である信託銀行から虚偽のままの基準価格が信託報告書に掲載され顧客のもとに提出されたのである。委託者の不信感を弱める方向で信託報告書が作用したのではないだろうか。

かつて、証券不祥事が生じた 1991 年から証券会社の経営体力が弱まり証券会社の破綻が相次いだ。国内証券会社経由で外国有価証券を購入する場合、証券会社名義の保護預かりとなる

28) 「年金消失で見た投資顧問業の構造問題 (社説)」「日本経済新聞」朝刊、2012 年 2 月 25 日、2 頁。

29) アイティーエム証券から投資信託を買付申込したのは個人を含め 106 で、年金基金は 84 基金であるから 22 の投資家も同様の被害者である。被害者が年金基金で 84 基金の加入者 54 万人、受給者 34 万人、委託資産残高 1900 億円と金額、被害者数とも大きな事件であることからセンセーショナルに報道されたものであるとしても、22 の投資家の被害も同様に問題である。

ため信用力の低い証券会社の保護預かりを停止し、海外にある証券会社に直接発注することで信託銀行の契約する保管銀行で分別管理する方法がとられた。また、保有証券は国内保護預かりから海外保管銀行へと券面の移管が進められた。このように直接信託銀行と契約のある海外保管銀行であれば残高証明は容易に取得できるので年金消失のような事態にはならない。このような知見こそが資金管理・保全の専門家である信託銀行に求められている。運用は運用の専門家、保全管理は保全管理の専門家、それぞれに顧客が主体者となり契約を締結するという本来の投資一任ビジネス・ストラクチャーが機能していれば、信託銀行は保全管理面から年金基金に基準価格情報の正当性を確認できないことをアドバイスできたと考えられる。

第二の問題提起の結語として、機能分化は効率性向上、金融リテラシー・コストの増大への解決策となるという仮説は今回の事件では証明できなかったが、逆に機能分化が効率的ではないとも言えない。機能分化が効率性向上や金融リテラシー・コストの増大への解決策となるためにモニタリングをどのように構築するかが今後の課題であろう。

最後に金融庁のモニタリング案<sup>30)</sup>について評価しよう。ここで提起された金融庁案は法律改正を前提とした4つの案が提起されている。具体的には1.信託銀行によるチェック体制の強化、2.顧客(年金基金)が問題を発見しやすくする仕組み、3.不正行為に対する牽制の強化、4.投資運用業者等に対する規制・監督・検査の在り方の見直しである。本論で提起した防止策と比較しながら論じる。金融庁案の1.は信託銀行のチェック機能である。本論提起③④に該当する。2.は投資一任業者等から顧客への運用報告書の記載事項の拡充や交付頻度の引上げ、年金基金の特定投資家の条件強化、顧客へのリスク説明の充実である。この内容はすでに多くの運用会社であれば対応している内容であろう。3.は虚偽記載や偽計に対する罰則の強化であるが当然と言える内容である。4.は投資一任業者への監督、検査の強化である。年金受給者のための年金運用という社会的な付託が投資一任業者にはあり、いわば、公益性の高い業務であることから不正防止のための監督、検査の強化は当然のことであると言えるが、AIJ 投資顧問は投資一任業務をおこなう投資運用業を代表する投資顧問会社ではそもそもなく、奇異なビジネス・ストラクチャーと営業手法で成長した会社である。ほとんどの投資運用業は現物(株式や債券等)に投資しヘッジのためのデリバティブを活用し、その受渡は信託銀行が直接かわる形でおこなっている。AIJ 投資顧問のように外国籍の私募投資信託を購入するような方法(ビジネス・ストラクチャー)は利用していないのである。一部のしかも詐欺事件を防止するような前提ですべての投資一任業者を監視下におくことは、コストがかかる方策である。業界全体がこの制度的な規制コストを払って、さらには顧客にコスト転嫁したとしてもこの防止策が合理的であると考えられるのであろうか。

そもそも、今回の事件は投資信託ビジネス・ストラクチャーの問題である。本論提起②で示した投資信託ビジネスでの組成に起因する信託銀行の脆弱性を法令の担保による独立性確保や

30) 2012年9月4日「AIJ 投資顧問株式会社を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し(案)の公表及び同案に係る御意見の募集について」。

外国籍私募投資信託の開示には金融庁案は触れられていない。これは新聞報道と同様に今回の事件は投資顧問会社の事件であることを前提としていることに原因がある。不祥事の本質を見極めることが必要であり、ビジネスの構造を詳細に検証していくことで不正防止に向けて合理的な処方箋を描くことができよう。

#### 参考文献

- ・ 青木昌彦 [2008] 『比較制度分析序説：経済システムの進化と多元性』 講談社
- ・ 池田秀雄 [2007] 「投資顧問業者にアセット・ミックス遵守義務違反による債務不履行があったが、その違反による損害の発生が認められないとして顧客の同業者に対する損害賠償請求が認められなかった事例」 銀行法務 21 第 51 巻 2 号
- ・ 依田孝昭 [2006] 『ザ・ファンドマネジャー：その仕事と投資哲学』 日経 BP 社
- ・ ウォーウィック, ベン [2003] 『 $\alpha$ を探せ!：最強の証券投資理論』 監訳：遠坂淳一, 日経 BP 社
- ・ 内田浩史 [2010] 『金融機能と銀行業の経済分析』 日本経済新聞出版社
- ・ 宇野淳 [2010] 『アセットマネジメントの世界』 日本証券投資顧問業協会, 投資信託協会編, 東洋経済新報社
- ・ 大井幸子 [1999] 『ヘッジファンドで拡大する私募金融市場：オルタナティブ・アセット & ストラテジー』 東洋経済新報社
- ・ 大垣尚司 [2004] 「第 1 章 金融ビジネスモデルの構造変化」 『金融アンバンドリング戦略』 日本経済新聞社
- ・ オルソン, ラッセル・L [2001] 『企業年金運用の成功条件：受託者としての責任と行動指針』 ノムラ・IBJ グローバルインベストメントアドバイザーズ訳, 東洋経済新報社
- ・ 川東憲治 [2010] 『ファンドと金融商品取引法』 商事法務
- ・ 河村賢治, 西山寛, 村岡佳紀 [2006] 『投資顧問業の法務と実務』 金融財政事情研究会
- ・ 川村正幸 [2012] 『金融商品取引法』 中央経済社
- ・ 神作裕之 [2008] 『ファンド法制：ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題』 資本市場研究会編 財経詳報社
- ・ 小西克廣 [2009] 「第 1 部 第 2 章投資信託協会」 三好秀和編著 『ファンドマネジメントのすべて』 東京書籍
- ・ 木下信行 [2005] 『銀行の機能と法制度の研究：日米の金融制度の形成と将来』 東洋経済新報社
- ・ 公益財団法人日本証券経済研究所 [2008] 『信託証券法, 投資会社法, 投資顧問法, 証券投資者保護法』 日本証券経済研究所編
- ・ 厚生年金基金連合会 [1997] 『21 世紀の企業年金』 東洋経済新報社
- ・ 社団法人投資信託協会 [2007] 『投資信託協会 50 年の歩み』 投資信託協会
- ・ 社団法人日本証券投資顧問業協会 [2002] 『投資顧問業界への期待：資産運用の専門家として果たすべき役割』 日本証券投資顧問業協会
- ・ 首藤恵 [2001] 「機関投資家のコーポレート・ガバナンスとリスク再配分機能」 『ファイナンスシャル・レビュー December-2001』 財務省財務総合政策研究所
- ・ 鈴木泰 [2005] 『金融システムとモニタリングの研究：制度論的アプローチによる日本の金融長期停滞要因分析』 唯学書房
- ・ 住友信託銀行年金信託部 [2004] 『企業年金の法務と実務』 金融財政事情研究会
- ・ 高谷哲司 [2009] 「第 1 部 第 2 章日本証券投資顧問業協会」 三好秀和編著 『ファンドマネジメントのすべて』 東京書籍
- ・ 田村威 [2011] 『投資信託：基礎と実務』 経済法令研究会
- ・ 筒井義郎 [2005] 『金融業における競争と効率性：歴史的視点による分析』 東洋経済新報社
- ・ デュワイト・B. クレイン, ピーター・トゥファノ, スコット・P. メーソン, ロバート・C. マートン, エリッ



- ク・R. シリ, ケネス・A. フルート, アンドレ・F. ペロルド, ツヴィ・ボディ, 野村総合研究所 (翻訳) 『金融の本質: 21世紀金融革命の羅針盤』野村総合研究所
- ・永野泰弘 [2007] 「第2部第3章バックオフィス業務」三好秀和編著『ファンドマネジメンのすべて』東京書籍
  - ・藤瀬裕司 [2008] 『ファンドビジネスと金融商品取引法: 実務総合解説』日本経済新聞出版社
  - ・藤原英郎, 花川泰雄 [1992] 『私募証券市場: 改正証取法後の資金調達・運用』東洋経済新報社
  - ・古澤知之, 藤本拓資, 尾崎有, 澤飯敦, 出原正弘, 谷口義幸, 野崎彰, 齊藤将彦, 本村彩, 山田貴彦 [2011] 『逐条解説・2011年金融商品取引法改正』商事法務
  - ・堀内昭義編著 [2010] 『金融の情報通信革命: 21世紀の金融機能はこう変わる』東洋経済新報社
  - ・三好秀和 [2012] 『日本の投資運用業の生成, 発展と課題』同友館
  - ・吉山万智子 [2009] 「第2部第4章バックオフィス業務」三好秀和編著『ファンドマネジメンの新しい展開』東京書籍
  - ・Yukinobu Kitamura, Megumi Sudo and Juro Teranishi [2001] “Towards a New Architecture for the Japanese Financial System: Participation Costs, Intermediated ownerships and Wealth Distribution”, prepared for the International Conference organized by the Center for Economics Institutions(Hitotsubashi University, Institute of Economic Resaerch) and the International Monetary Fund, Designing Financial Systems in East Asia and Japan-Toward a Twenty-First century Paradigm, on September 24-25, 2001 in Tokyo, Japan.

(ホームページ)

- ・金融庁 HP  
「AIJ 投資顧問株式会社を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し (案) の公表及び同案に係る御意見の募集について」  
<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20120904-2.html>
- ・証券取引等監視委員会 HP  
「AIJ 投資顧問株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」平成 24 年 3 月 23 日  
[http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2012/2012/20120323-2.htm](http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20120323-2.htm)  
同 参考資料  
[http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c\\_2012/2012/20120323/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2012/2012/20120323/01.pdf)
- ・厚生労働省 HP  
厚生年金基金等の資産運用・財政運営に関する有識者会議  
<http://www.mhlw.go.jp/stf/shingi/2r9852000000an1v.html#shingi16>  
同上 第1回 2012年4月13日配布資料②「厚生年金基金等の現状について」「AIJ 投資顧問株式会社に委託していた基金等について」  
同上 第2回 2012年4月24日配布資料③「厚生年金基金等の現状について」「AIJ 問題に関する信託協会の検討状況について【信託協会提出資料】」
- ・日本証券投資顧問業 HP  
「苦情・相談の状況 (統計資料平成 23 年 3 月末)」  
<http://www.jiaa.or.jp/toukei/>

## Structural study of the AIJ investment advisor Scandal

Hidekazu Miyoshi\*

### Abstract

The purpose of this report is to inspect AIJ investment advisor case by reviewing investment discretionary business structure (hereinafter called ‘Business Structure’) and to suggest policy implications to prevent similar injustice in future.

The Business Structure has two functions; investment advisor and custodian banking. A customer can choose different company for each function under Business Structure to seek best mix of professionals. Why this structure did not function as it was originally designed, in case of AIJ?

In this analysis, it is found that there is a problem in the Business Structure of investment trust. Specifically, when the domestic brokerage firm sells foreign investment trust to domestic investor through private placement, the risk of repeating similar injustice is high. Triggered by AIJ case, it is desired that financial institutions further strengthen their information disclosure system and basic asset management function.

### Keywords:

AIJ investment advisor scandal, Investment discretionary contract, The private placement investment trust, Business structure, Pension fund, Due care of a prudent manager

---

\* Professor, Ritsumeikan University Graduate School of Management