

# 投資顧問業をめぐる犯罪について

## ——悪質投資顧問商法に対する刑事規制——

垣 口 克 彦

### 目 次

- はじめに
- I 投資顧問業と一般投資家被害
  - 1. 悪質投資顧問商法の出現と被害の拡大
  - 2. 投資ジャーナル事件—最大の投資顧問詐欺事件—
- II 悪質投資顧問商法と詐欺罪
  - 1. 投資ジャーナル事件東京地裁判決
  - 2. 東京地裁判決の検討
- III 投資顧問業法による刑事規制
  - 1. 投資顧問業法の制定
  - 2. 主要罰則の検討
- むすびにかえて

### はじめに

変化の激しい現代社会ではすでに旧聞に属することとなったが、昭和50年代の後半に投資ジャーナル事件が発生し、多大の一般投資家被害を惹き起こした。そして、その手口の悪質巧妙さ、被害額の大きさ等から、投資ジャーナルの悪質投資顧問商法は、豊田商事の現物まがい商法と並んで悪徳商法の代名詞となった<sup>1)</sup>。

ほぼ同時期に社会問題化したこれら二つの種類の悪徳商法は、各種悪徳商法から一般消費者（ないし一般投資家）を保護することの必要性ないし重要性をクローズアップさせ、被害者救済策や被害再発防止策の検討を促す重要な契機となった。また、そのような経過の中で、一般消費者保護（ないし一般投資家保護）の分野において刑法が演じるべき役割を分析・検討しようとする動きも従来より活発なものとなってきた。

たのである。

このような意味において、投資ジャーナル事件や豊田商事事件といった具体的な事件が「悪徳商法に対する刑事規制のあり方」に関する本格的な研究を促進する直接的な要因となったといえるが、筆者としても、豊田商事等の現物まがい商法に対する刑事規制という課題については先に検討を加える機会を得たので<sup>2)</sup>、本稿では、投資ジャーナル事件を素材として、悪質投資顧問商法に対する刑事規制のあり方を考察することとしたい。

## I 投資顧問業と一般投資家被害

### 1. 悪質投資顧問商法の出現と被害の拡大

「投資顧問業」とは、報酬を得て、顧客に対し有価証券についての投資助言のサービスを提供する業務をいう<sup>3)</sup>。わが国では、この種の業務は比較的新しい分野に属するものであり、ようやく昭和46年頃から証券会社による投資顧問会社の設立が拡大傾向を見せはじめたといわれている。しかし、その後、わが国においても、個人・法人の金融資産の増大、それに伴う収益性指向の強まり、さらには国際分散投資をはじめとする国際化の進展等に伴い、資産の効率的・専門的な運用を求めるニーズが急速に高まり、そのような背景のもとで、証券会社系、銀行系、生命保険会社系、外資系の各投資顧問会社が相次いで設立され（また、信託銀行が併營業務として投資顧問業を開始し）、投資顧問業界は顕著な発展を示した。

ところが、証券会社系等の大手業者が対象と

している顧客は数億円以上の資産運用を目的とする者（個人・機関投資家等）に限られており、一般投資家はその業務の対象外とされた。そこで、「財テクブーム」の中で数百万円からせいぜい2, 3千万円の資金運用をめざす一般投資家の要望に応える形で、「街の投資顧問」と呼ばれる独立系の投資顧問会社が続出するに至った<sup>4)</sup>。そして、これらの独立系の業者の中にも、その独立系としての長所を生かして投資顧問業を行ない実績を挙げている良心的なところもあったといわれているが、むしろその多くは不適正な投資助言業務を行ない、証券市場の健全性を損なうとともに、一般投資家に多大な被害を及ぼす悪質業者であったと考えられる<sup>5)</sup>。

ところで、悪質投資顧問業者の中には、単に不適正な投資助言業務を行なうにとどまらず、顧客から運用資金を預かり、自らの判断で株式売買を行ない、顧客には一定の割合の配当をすると称して、いわゆる「運用預かり」の営業を行なう者も現れた。この場合、株式の取引は業者の名称で行なわれるため、証券会社から顧客への売買結果報告はなく、したがって業者が「呑み行為」に及んでも顧客がこれを知ることが困難であり、これにより投資家被害は一挙に大規模化した。

また、大規模な投資家被害には証券金融会社が介在していたという事実も看過されてはならない。すなわち、資金が不足したり、大量に株式取引を行なおうとする一般投資家の中には、街金融の証券金融会社を利用する者が少なくなかったが、証券金融会社は保証金だけではなく融資資金で購入した株券をも担保に取るため、顧客の希望する銘柄・数量の株式を自社名義で証券会社に注文することとなる。この場合も、顧客には証券金融会社が発行する株式売買報告書が送られてくるだけであり、証券金融会社が実際には顧客の注文を証券会社に取り次がなくても、そのことが顧客に発覚するおそれは少なく、ここにも投資家被害拡大の温床があった。そして、このような街金融の証券金融会社の多くは悪質投資顧問業者のダミー会社であった<sup>6)</sup>。

なお、上述の一般投資家被害は昭和50年代の後半から噴出するに至ったのであるが、その背景には証券投資の大衆化の進展があったのであり、悪質投資顧問商法による被害はとりもなおさず消費者被害であったことが改めて確認されるべきであろう<sup>7)</sup>。

## 2. 投資ジャーナル事件

### ——最大の投資顧問詐欺事件——

悪質投資顧問業者が一般投資家を食いものにした事件として最も大きな社会的関心が寄せられたのは、昭和59年8月、警視庁によって摘発された「投資ジャーナル事件」である<sup>8)</sup>。

一連の事件遂行の核となる「(株)投資ジャーナル」は、昭和53年10月に、その後の全盛期には一部マスコミから「兜町の風雲児」などと呼ばれることにもなる中心人物のNによって設立され、当初は株式投資に関する雑誌「月刊投資家」の出版・販売と投資顧問を業務としていた。しかし、同社の業績は悪く、昭和56年の終わり頃からは社員の給料さえ支払えない状態に陥った。そこでNはこのような状態を開示するために、当時、業界紙等にその広告が出ていた「10倍融資」の証券融資に注目し、昭和57年3月頃、「10倍融資」を口実にした詐欺商法で多数の顧客を集めていた同業者アオイグループの代表者に教示を受け、直ちにこれを模倣した商法を実行することとした。まず、証券金融を営業目的とする「東証信用代行(株)」を設立し、同年4月から「10倍融資」による詐欺商法を開始し、さらに、同年10月頃からは、社員の提案にもとづいて株式の「分譲」をも始めた。その後、Nは同様の証券金融会社を次々に設立し、これら投資ジャーナルを中心とした各社からなる投資ジャーナルグループの会長として同グループを主宰し、文字どおりその頂点に立って業務の一切を取り仕切っていた。

なお、上記の「10倍融資」とは、顧客が株式買付代金の1割の頭金（または保証金）を出すと、業者は残りの9割を低利で融資して株券を購入し、購入した株券は担保として保管すると

いうものであるが、それは業者が顧客から現金等を詐取するための口実にすぎず、実際には、業者は注文を証券会社には取り次ぎずに呑み行為に及び、受領した現金等は経費等に費消して、顧客には計算上の損失を与え、株式売買によって損をしたように見せかけるのである。また「分譲」とは、業者が以前に安い値段で購入しておいた株券を時価より安く顧客に分けてやるというものであるが、業者はこれを口実にして株式買付代金の名目で顧客から現金等を騙し取るのである<sup>9)</sup>。これらが、上述のような経過の中で、投資ジャーナルグループの詐欺商法の主要な手口となっていたのである。

さて、投資ジャーナルは、マスコミや業界紙を使って大々的に宣伝を行なったため、多くの一般投資家が顧客となったが、やがて株式の引渡しや精算をめぐる顧客とのトラブルが続発するようになり、昭和59年春頃からは被害者の訴えが警視庁等に相次ぐという事態となった。警視庁は、ついに同年8月、証券取引法違反の容疑で投資ジャーナルグループ各社の事務所、役員居宅等を一斉搜索し、これを契機に投資ジャーナルはもとより同グループの系列会社は相次いで倒産した。そのため、多くの一般投資家の出資金（融資保証金等）は回収不能となってしまった。被害者数は約7,800名、被害総額は約584億円に上るといわれている（そのうち、約404億円が清算金等として顧客に返され、約48億円が一般管理費として使用されている）<sup>10)</sup>。

その後、昭和59年8月から海外で逃避行を続けていた中心人物のNは、昭和60年6月、投資ジャーナルグループの幹部10人と共に詐欺容疑で逮捕されるに至ったが、上記のような内容の投資ジャーナル事件は最大の投資顧問詐欺事件として位置づけられている<sup>11)</sup>。

## II 悪質投資顧問商法と詐欺罪

### 1. 投資ジャーナル事件東京地裁判決

東京地裁判決は投資ジャーナルグループの悪質投資顧問商法につき詐欺罪の成立を認め、中

心人物のNを筆頭に被告人10名全員に有罪を言い渡した<sup>12)</sup>。

#### (1) 公訴事実の要点

判決理由に即して、公訴事実の要点を摘示すれば、つぎのとおりである。

すなわち、被告人Nを中心とする投資ジャーナルグループの幹部である被告人らは、従業員らと共に謀のうえ、(前述の「10倍融資」と「分譲」の手口を用いることにより)株式買付資金の融資、株式の売買およびその取次ぎを仮装して、昭和58年3月から翌59年8月までの間に、顧客である被害者33名から、株式買付資金の融資保証金または株式買付資金等名下に現金、株券等合計18億3,000万円を騙取した、というものである。

#### (2) 被告人・弁護人側の主張

検察官が、上記公訴事実につき、被告人らの行為は詐欺罪に該当するとして起訴したのに対し、被告人・弁護人側は、公判において、本件の被害者らは、いずれも株式の売買によって利益を得ることを目的とするものであり、株式の所有を目的とするものではないので、被害者らとすれば、請求に応じてきちんと精算してくれば足り、投資ジャーナルグループが、注文を証券会社に取り次ぐかどうかとか、譲渡する株式を保有しているかどうかということは問題ではない、したがって、本件において、被告人らに被害者らに対する虚言があったとしても、被告人らに被害者らの目的に沿って確実に返済する意思および能力がある場合には詐欺罪は成立しないと解すべきである旨主張した。

#### (3) 裁判所の判断

これに対して、東京地裁は、つぎのような判断を示して、被告人・弁護人側の主張を退け、詐欺罪の成立を認めた。

すなわち、「本件の被害者らの目的が弁護人らの主張するとおり株式の売買によって利益を得ることにあったとしても、投資ジャーナルに将来被害者らから精算の請求があった場合にはこれに確実に応じ得ると信用できるような財産的裏付けとなるものがあり、しかも、それが被

害者らにも示されているような場合であればともかく、そのようなものがない本件の場合において、……被害者らが、自らの投資ジャーナルへ注文する株式は証券会社には取り次がれず、また、1割程度も安く分譲するとしている株式は投資ジャーナルでは保有されておらず、投資ジャーナルを通じて、あるいは投資ジャーナルとの間の株式の取引は、いずれも現実に行われるものではなく、すべて投資ジャーナルにおける計算上のものにすぎないという事実を承知した場合に、被害者らが被告人らに判示の現金、株券等を交付しなかったことは、……明らかであるというべきであり、すなわち、被害者らは、被告人らの判示のような虚言を誤信したのために、被告人らに判示の現金、株券等を交付したことは明らかであって、被害者らに錯誤があり、また、被告人らの虚言と被害者らの現金、株券等の交付との間に因果関係があることは明らかであること、被告人らにおいてもこのことを十分認識しながら、あえて、Nが行う株式の取引の資金を集める等のため、……被害者らに虚言を用いて、被害者らを欺罔し、被害者らから現金、株券等の交付を受けていたことは明らかであるから、被告人らの詐欺の犯意の点において欠けるところはなく、もちろん、被告人らに騙取の意思がなかったとか、不法領得の意思がなかったとかといえないことも明らかであることからすれば、他に多くを論ずるまでもなく、本件について詐欺罪が成立することは明らかであるというべきであり、弁護人らが主張するとおり、本件の被害者らの目的は株の売買によって利益を得ることにあり、また、仮に被告人らにおいて被害者らの目的に沿って確実に精算する意思及び能力があったとしても、その点は本件詐欺罪の成立に影響するものでないというべきであ(る)」とした。

なお、被告人のうち5名が事実誤認、法令適用の誤り、量刑不当などを理由に控訴したのに対し、控訴審東京高裁は、事実誤認、法令適用の誤りの主張は退けたが、量刑不当の点については一部これを認め減刑した<sup>13)</sup>。被告人らはさ

らに上告したが、上告は棄却され、判決は確定している<sup>14)</sup>。

## 2. 東京地裁判決の検討

### (1) 詐欺罪の理論構成

先に引用した判文から明らかなように、投資ジャーナル事件東京地裁判決は、つぎのような理論構成を用いて詐欺罪成立の結論を導いた。すなわち、同判決によれば、被告人らは、中心人物Nが行なう株式取引の資金を集めること等を動機として、「10倍融資あるいは分譲と称して、あたかも株式買付資金を融資して注文を証券会社に取り次ぐか、あるいは時価より1割程度も安い株式を譲渡するかのように装って顧客を証券取引に勧誘する」という欺罔行為により、株式買付資金の融資保証金または株式買付資金の名目で、顧客から現金、株券等の交付を受けてこれを騙取した、こととなる。

そして、欺罔行為を上記内容のものとして捉える場合には、同判決が言うように、被告人・弁護人側が詐欺罪不成立の根拠とした「顧客に対する精算の意思および能力」の存在は詐欺罪の成立に影響を及ぼすものではありえないのである。そもそも前述の被告人・弁護人側の主張にみられる論法は、投資ジャーナルの営業がいわゆる「運用預かり」の形態であり、顧客もまたこれを承知している場合に初めて成り立つものであり<sup>15)</sup>、それは、同判決が認定した「現物取引」をめぐる詐欺事犯としての事実関係の下ではまったく無力であるといわざるをえない<sup>16)</sup>。

ちなみに、詐欺罪の理論構成という点においては、東京地裁判決には、証券取引ないし商品取引をめぐる「呑み行為」につき詐欺罪の成立を認めた大審院の判例<sup>17)</sup>に相通ずるものがあり、その限りでは、同判決の法理それ自体はとくに目新しいものでないといっても差し支えないであろう<sup>18)</sup>。

ところで、投資ジャーナル事件東京地裁判決を豊田商事事件大阪地裁判決<sup>19)</sup>と対比させて、両判決による詐欺罪の理論構成の差異に注目し、前者に詐欺的商法における(詐欺罪適用に

よる) 処罰拡大の契機を見出そうとする見解がある。すなわち、この見解によれば、投資ジャーナル事件判決は、その商法自体について営業方針が実態のないものであることを理由に、顧客の実害と切り離して欺罔行為性を認める立場に属し、これに対し、豊田商事事件判決の立場は、経営が破綻し、出資金の返還が不可能となり、顧客に実害の発生が明白となった時点以降の勧誘行為について欺罔行為が認められるとするものである、ということとなる<sup>20)</sup>。

しかし、このような理論構成の差異はむしろ事案の相違(詐欺的商法の類型の相違)に起因すると考えるべきであろう<sup>21)</sup>。なぜならば、株式現物取引を利用した投資ジャーナルグループの詐欺商法とは異なり、消費寄託ないし準消費寄託のシステムを取り入れた豊田商事のファミリー商法では、自ずから償還の意思および能力に関する問題が詐欺罪成否のキーポイントとして浮上してくることとなるからである<sup>22)</sup>。

したがって、投資ジャーナル事件判決を、顧客に対する返済の意思および能力の有無という問題を切り離して詐欺罪の成立を積極的に認めたものという形で一般化して、そのような詐欺罪適用の方式をその他の類型の詐欺的商法のケースにも拡大して用いることができるか否かについては、なお慎重な検討を要するであろう<sup>23)</sup>。

## (2) 詐欺罪による処罰の限界

投資ジャーナル事件の場合には、前述のように、株式現物取引の勧誘に際して明白な欺罔行為が存在し、その立証が十分に可能であるという事案が問題であったとしても、同事件東京地裁判決については、それが悪質投資顧問商法による一般投資家被害のケースにつき積極的な詐欺罪の適用を図り、中心人物Nを含む幹部らの刑事責任を厳しく追及したものであるとする評価が成り立つであろう。

そしてまた、同判決が採用した詐欺罪の理論構成によれば、理論的な可能性として、投資ジャーナルグループが「10倍融資」あるいは「分譲」を手口とする詐欺商法を開始した当初から

の取引すべてについて詐欺罪の成立を認めうると考えられるのである。

ところが、実際には、警視庁がまず証券取引法違反の容疑で投資ジャーナルグループの摘発に乗り出したときには、すでに株式の引渡しや精算をめぐって顧客とのトラブルが続出しており、さらに中心人物Nを含む同グループの幹部が詐欺容疑で逮捕されたのは、投資ジャーナルはもとより同グループの系列会社が相次いで倒産し一般投資家の被害が雪だるま式に著しく拡大されてしまった後のことであった。

このような場合、警察・検察当局のあまりにも遅すぎた対応に厳しい非難の目が向けられることもあるが、早期摘発は必ずしも容易なことではないといわざるをえない。そして、この点に関しては、早期刑事介入を困難にしている要因として、様々な取締り上の問題点が考えられる。まず、投資家としての独特の心理から、容易に詐欺に気づかない場合が多いし、あるいは仮に気がついても被害の回復に固執したり、刑事事件の被害者となるのを好まないことも多いといえる。また、投資家の資金が家族に内緒であるとか、資金関係を公けにしたくないという動機が働き被害が水面下に潜みがちである。したがって、被害者の発掘や被害事実の立証が著しく難しいというのが投資家被害の特徴である。

また、犯意の認定が難しいという点が挙げられるし、さらには、こうした悪質投資顧問業者の営業自体は虚実織り混ぜたものとなっており、営業形態のうち何時の時点から顧客を騙そうとした行為なのかを認定することが困難な場合が多いのである<sup>24)</sup>。

さらに、たとえ被害が顕在化し顧客とのトラブルが続発するという段階に立ち至ったとしても、民事不介入の原則もあって、警察としてはなお慎重な姿勢を取らざるをえないという問題点も指摘されるであろう。

以上、要するに、詐欺罪の解釈論として、詐欺的商法開始当初からの取引すべてについて詐欺罪の成立を認めうる理論構成が考え出された

としても、実際には、詐欺罪による摘発が可能となるのは、どうしても業者の経営が破綻し一般投資家被害が相当程度拡大してから、ということとならざるをえないのである<sup>25)</sup>。

そもそも、刑法典上の伝統的な財産犯罪としての詐欺罪適用による刑事制裁の行使は事後的、応報的な性質をもつものであり（その限度で一般予防的機能を果たすとしても）、決して一般投資家被害の未然防止・拡大防止の役割を演じるものではない。一般投資家被害の防止にあたっては予防的措置が何ものにも優るといわれるが<sup>26)</sup>、この点において、詐欺罪による処罰には致命的ともいえる大きな限界があることを忘れてはならない。優先的に講じられるべき予防的措置はやはりいわゆる「業法」を通じての行政的規制であり、刑事罰はここでは行政的規制による事前的抑制の実効性を担保するという役割を担うのである<sup>27)</sup>。投資ジャーナル事件の場合にも、適切な業法による行政的規制の欠如（まったくの野放し状態）が爆発的な投資家被害を招いたのである。

### Ⅲ 投資顧問業法による刑事規制

#### 1. 投資顧問業法の制定

投資ジャーナル事件等の投資顧問詐欺事件が続発した当時、わが国には、投資顧問業を直接に規制する法律がなく、そのために悪質業者から投資家を保護するための効果的な手段がなかった。そこで、投資ジャーナル事件等を契機として、各方面から投資顧問業を規制する具体的な法律の必要性が指摘されるようになり、大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会は、昭和59年10月17日の総会で「投資顧問業務等に関する特別部会」の設置を決定した。

この特別部会は、約1年間にわたり、投資顧問業務についての欧米諸国の法制や実情、わが国における現状等に関して調査分析を行なうとともに、今後の対応策のあり方について多面的な検討を加えた。そして、この検討の結果は昭和60年11月25日の証券取引審議会総会において

とりまとめられ、「証券投資顧問業の在り方について」と題する詳細な報告書が同審議会の答申として大蔵大臣に提出された<sup>28)</sup>。

同報告書は、結論として、悪質な業者から一般投資家を保護し、今後大きなニーズをもつ投資顧問業の健全な業務展開を期するためには、有価証券に係る投資顧問業を規制する法律が速やかに制定されるべきである、としており、この答申を踏まえて、投資顧問業法（「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」）が制定されるに至ったのである。同法は昭和61年5月27日に法律第74号として公布され、同年11月25日に関係政省令とともに施行されている<sup>29)</sup>。

なお、同法の立法方針には、いわゆる後向きの方向と前向きの方向という二つの方向性が認められるといわれている<sup>30)</sup>。後向きの方向とは投資家被害の防止・救済の視点であり、これに対して前向きの方向とは投資顧問業を育成するという視点であるが、これら二つの視点がこの法律の基本的な性格を形作っていることに注意を要するであろう。

さて、投資顧問業法は、まったくの野放しの状態にあった投資顧問業者につき開業規制として登録制を導入したうえで（4条）、業者に対する行為規制としては、①広告等の規制（13条）、②顧客への書面交付義務（14条以下）、③証券取引行為の禁止（18条）、④金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止（19条）、⑤金銭または有価証券の貸付け、貸付けの媒介等の禁止（20条）、⑥その他の不正行為の禁止（22条、23条）等に関する各規定を設け、⑥のうち23条の禁止行為を除いては、その違反行為を処罰するための罰則（54条以下）を定めている。また、他の消費者保護法の例にならってクーリング・オフの制度を採り入れている（17条）。なお、⑥の禁止行為としては、22条において、契約締結または解除に関し偽計を用いたり、暴行、脅迫をする行為とともに、正当な根拠を有しない助言により自らの利益を図る行為（スカルピング）が掲げられ、また23条において、勧誘に際し顧客に対して損失負担や利益保証を約する行

為等が掲げられている。

また、同法は、前記特別部会における審議の過程で、その法的許容の可否をめぐり激しい議論のあった投資一任業務については、前記答申の提言を踏まえて、これを許容したうえで厳しく規制することとし、投資顧問業者のうち投資一任業務を行なおうとする者に対しては、より強い開業規制である認可制を採用している（24条）。そして、上記①ないし⑥の行為規制に関する諸規定は、業者が投資一任業務を行なう場合にも原則として準用されることとなっている（33条）（なお、投資一任業務の法的許容は、改めて指摘するまでもなく、投資顧問業育成の措置（前向きの措置）として行なわれたのである）。

ただし、投資一任業務については、認可基準に関する昭和62年2月の証券局長通達により、顧客ごとの契約資産額の最小規模が1億円以上とされているので<sup>31)</sup>、認可を受けた業者による一般投資家の被害ということはほとんど考えられないであろう。

ところで、一般の投資顧問業者について採用された登録制は、免許制や認可制と比べると比較的軽い開業規制であり、当然のことながら、悪質業者が参入する余地もあると考えられる。しかし、この法律は、同時に登録業者に対して帳簿書類の作成保存義務（34条）、検査受忍義務（36条）等を課し、また不適切な業務を行なう業者に対する登録の取消し等（38条）を通じて、問題が生じた場合には監督官庁による適切な対応を行なえる体制を確保することとし、さらに上述の行為規制（①ないし⑥）を課しているのであるから、このような行為規制等と一体としてみれば、登録制によっても十分な投資者保護を図ることが可能であるといわれている<sup>32)</sup>。

そこで、以下の論述においては、業者に対する主要な行為規制とその実効性を担保するための罰則について検討を加えることとしたい<sup>33)</sup>。

## 2. 主要罰則の検討

投資顧問業法が投資顧問業者に課した行為規

制の中核となっているのは、18条の証券取引行為の禁止、19条の金銭または有価証券の預託の受入れ等の禁止、および20条の金銭または有価証券の貸付け、貸付けの媒介等の禁止であり、これらに違反した者は、1年以下の懲役もしくは100万円以下の罰金に処せられ、またはこれらの刑を併科される（55条2号、3号、4号）。そこで、これらの禁止規定が設けられた趣旨を明らかにしたうえで、当該罰則の機能に触れることとしたい。

まず、18条は、悪質投資顧問商法による一般投資家被害の多くが、悪質業者が顧客に代わって勝手に有価証券の売買を行なうことを一つの原因としていることから、業者に対して顧客のために有価証券の売買の取次・代理を行なうことや、顧客を相手方として有価証券の売買を行なうこと等の証券取引行為を行なうことを禁止し、それによって一般投資家の保護を図ろうとするものである。

また、上述の形態の投資家被害が発生する前提としては、業者が顧客の金銭等を預かる行為の存在するケースが多いし、さらに悪質な場合には、証券取引行為を行なったとみせかけて何も行なわず、そのまま顧客の金銭等を騙取してしまうというケースもある。そこで19条は、業者に対して、顧客から金銭または有価証券の預託を受けたり、当該業者と密接な関係を有する者に顧客の金銭または有価証券を預託させる行為を禁止し、それによって一般投資家の保護を徹底しようとするものである。

さらに、悪質業者が、顧客の手元にある資産を直接騙取するのは困難なので、前述のいわゆる「10倍融資」と呼ばれる手口を用いるケースもしばしばみられたが、このような手口が用いられると、取引額が拡大するため、それだけ被害も多額なものとなるが多かった。そこで、20条では、一般投資家保護の徹底を図る観点から、業者に対して、顧客に金銭または有価証券を貸し付けたり、顧客への第三者による金銭または有価証券の貸付けにつき媒介、取次または代理をすることを禁止することとしたものであ

る<sup>34)</sup>。

ところで、既述の証券取引審議会答申は、詐欺・詐欺的行為の規制に際しては、これを抽象的、包括的に禁止するのではなく、これらの行為のうち具体的、外観的な事象をとらえて規制することが適当であり、要するに、外観的行為に着目して行為規制を課した方が投資家保護の点で実効性が期待できる、としていたのであるが<sup>35)</sup>、上記18条ないし20条の禁止規定は、このような答申に示された規制の方向性を投資顧問業法の立法において個別的に具体化したものといえる。

したがって、このような性格の禁止規定の実効性を担保するための罰則は、その実際上の機能という側面において、詐欺類似行為または詐欺罪の前段階的行為の処罰という役割を演じることができる。そしてまた、これらの罰則が機動的に運用されるならば、悪質投資顧問商法による一般投資家被害が雪だるま式に拡大する以前の段階で当該悪徳商法に早期の刑事規制を及ぼすことも十分に可能である。もっとも、これらの罰則の保護法益は「投資顧問業務の適正な運営」と解されるべきであり、それを詐欺罪と同様の保護法益（個人的法益としての財産）とみることは必ずしも妥当ではない。なお、この点に関しては、投資顧問業法の目的規定（1条）が参照されるべきであろう。

つぎに、刑事罰を伴うその他の行為規制としては、22条の、契約締結または解除に関し、偽計を用いたり、暴行、脅迫をする行為の禁止（1号）と正当な根拠を有しない助言により自らの利益を図る行為の禁止（2号）が重要である。これらの不正行為が具備する当罰性の重大さに鑑みて、刑罰は、投資顧問業法に定められた罰則中最高の3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金、またはこれらの刑の併科となっている（54条5号）。

1号の禁止行為は、抵当証券業法（19条1号）や金融先物取引法（91条の2）にもその例が見られる禁止行為の類型であるが、これについては、とくに偽計を用いる行為の処罰が目につく

する。なぜならば、「偽計」とは、他人の正当な判断を誤らせるような手立て、方法をいい、たとえば、過去の実績等につき著しく事実に相違する表示をし、または著しく人を誤認させるような表示をして勧誘する行為等をいうと解されており<sup>36)</sup>、それゆえに、ここでは詐欺罪の周辺に位置する不当行為が契約締結または解除に関する偽計として可罰的行為となっているからである。しかしながら、偽計概念の外延が広く、その分だけ処罰範囲が包括的となるために、かえって当該罰則が実際にはあまり機能しないのではないかという虞れも指摘されるであろう。

2号は、いわゆるスカルピングを禁止するものであり、これは言うまでもなく投資顧問業法に特有の禁止行為である。スカルピングとは、たとえば、特定有価証券について自ら保有していることを開示しないで、顧客に当該有価証券の買いを推奨し、顧客の買いにより価格が上昇したところで、既に保有している有価証券を売り抜けて利益を得ようとする行為をいうが、これは、顧客の犠牲の下に自己または第三者の利益を得ようとするものであり、まさに顧客の信任を裏切る詐欺的な行為を意味するといえる<sup>37)</sup>。

このようなスカルピングの禁止を刑事罰を伴う行為規制として条文化する作業は決して容易なことではなかったが<sup>38)</sup>、最終的に、2号は、当該助言が、助言を受けた顧客の売買にもとづく価格の変動を利用して自己またはその顧客以外の第三者の利益を図る目的で行なわれ、かつ、正当な根拠を有しないことを要件として、そのような助言を行なうことそれ自体を禁止することとしたのである<sup>39)</sup>。

しかるに、それにとまって、2号違反の罪は目的犯となり、そのため上記図利目的がなければ同罪は成立しないのであるが、通常、この種の目的の立証にはかなりの困難が伴うのである。さらにそのうえに、「正当な根拠を有しない」という要件の立証についても、その困難性が指摘されており<sup>40)</sup>、そうであるならば、当該罰則のスカルピング抑止機能には実際上あまり多くを期待できないのではないと思われる。



最後に、14条、15条および16条の、顧客に対する一連の書面交付義務も看過されてはならないであろう。この種の義務が投資顧問業者に課せられる根拠は、それぞれ、投資家が合理的判断にもとづいて投資顧問業者を選択するためには、価値判断に必要な情報が正確かつ公平に開示され、投資家がそれを有効に利用できることが必要であるという点、契約内容を書面において明らかにすることにより、契約内容をめぐる紛争が生ずることを未然に防止するという点、および、利益相反の状況を生じさせないためには、顧客に推奨した銘柄と同一の銘柄について自己の計算で売買を行なったか否かを定期的に開示させることが必要であるという点に求められる<sup>41)</sup>。そこで、投資顧問業法では、このような開示（ディスクロージャー）制度として、契約締結前における書面の交付（14条）、契約締結時における書面の交付（15条）、契約期間中における顧客に対する定期的な書面の交付（16条）が業者に義務づけられている。そして、これらの規定に違反して、書面を交付せず、またはこれらの規定に規定する事項を記載しない書面もしくは虚偽の記載をした書面を交付した者は、6月以下の懲役もしくは50万円以下の罰金に処せられ、またはこれらの刑を併科される（56条5号）。

これらの書面不交付罪ないし虚偽記載書面交付罪は純粹に形式犯的な違反類型であり、その犯罪事実の立証も数段容易であるから、その迅速な運用により投資家被害の未然防止を図ることも重要な検討課題の一つであろう<sup>42)</sup>。

以上のように、投資顧問業の規制のための立法措置が講じられ、罰則も整備されたのであるから、現在では、各種の罰則をそれぞれ必要な場面において迅速かつ適正に運用することが真に求められている。

## むすびにかえて

本稿では、悪質投資顧問商法による一般投資

家被害の抑止のために刑法が演じるべき役割に焦点を合わせて分析・検討作業を進めてきたが、投資家被害の事前予防に役立つのはむしろ行政的規制であり、行政的規制の実効性を確保する手段は本来的には行政処分である、とする考え方も決して軽んじられてはならない。そして、このような考え方は「行政処分優先の原則」と呼ばれている。そこで、最後に、行政処分と刑事罰の現実の機能面における係わりという問題についても、その要点を手短に述べることをもって本稿のむすびにかえることとしたい。

投資顧問業法は、上記の制裁的行政処分として、登録（または認可）の取消し、営業停止命令、および業務改善命令を定めている。すなわち、この法律では、大蔵大臣は、投資顧問業者（または投資一任契約に係る業務の認可を受けた投資顧問業者）がこの法律もしくはこの法律にもとづく命令またはこれらにもとづく処分に違反したときには、当該登録（または認可）を取り消し、または6月以内の期間を定めてその業務の全部または一部の停止を命ずることができるのであり（38条、39条）、さらに、投資顧問業者の業務に関して、登録等の取消しもしくは営業停止の処分までにはいたらないときでも、たとえば顧客勧誘に際して損失負担、利益保証等を行なっている等により投資者の利益を害する事実があるときには、大蔵大臣は当該業者に対し、業務の方法の変更、財産の供託その他業務運営の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができることとなっている（37条）<sup>43)</sup>。

したがって、これらの行政処分がその効果を十分に発揮しうる条件が整っているのであれば、投資顧問業者に対する大蔵省の監督の実効性が高まり、それによって一般投資家被害の未然防止・拡大防止の目的が達成されることとなる。ところが、現実には、一般論として、各種業法の分野においては、法律上の強制力を伴わない事実行為としての行政指導を中心とした監督行政が行なわれ、関係省庁によって行政処分が迅速に発動されることはきわめて稀であり、

投資顧問業法の場合に限って行政処分が積極的に活用されるという保証はどこにもないといわざるをえない。

そして、このように現実の問題として行政処分にあまり多くを期待できない状況があるかぎり、一般投資家の保護のためには、本来は「最後の手段」として背後に控えているべき刑事制裁が一定の限度において前面に出て、行政処分の代替的機能を果たすことを余儀なくされるのである<sup>44)</sup>。

もっとも、「行政処分優先の原則」それ自体がその必要性ないし重要性を失ったわけではない<sup>45)</sup>。それゆえに、行政処分制度を活用しないといわれる関係省庁の監督行政の現状をさらに詳細に分析し、監督行政実務のあり方を根本的に再検討することも同時に必要であろう<sup>46)</sup>。

### 注

- 1) 松永栄治・浜孝明・高池俊子・市川守・橋迫重夫・永井文昭「起訴事例に見る悪徳商法詐欺事犯の実態」法務総合研究所研究部紀要 32号 61頁参照。
- 2) 垣口克彦「現物まがい商法に対する刑事規制について」阪南論集社会科学編 28巻2号71頁以下。
- 3) 神崎克郎「投資顧問の法的規制」『証券取引の法理』(昭和62年)459頁参照。なお、投資顧問業の現状を業界関係者が実務の眼を通して分析したものとして、星野孝一「21世紀へのビジョン・投資顧問業務」(平成6年)参照。
- 4) ちなみに、青年法律家協会神奈川支部編「悪徳商法にご用心」(昭和63年)25頁は、通常の投資顧問では、1億円以下の資産の運用についての助言は採算にあわないとされているので、一般消費者の役に立つ投資顧問が果たして存在しうるのかは大いに疑問である、としている。
- 5) 悪質業者出現の経緯については、資本市場研究会編「証券投資顧問業の在り方について——証券取引審議会答申——」(昭和60年)25頁、武井共夫「証券取引を巡る問題点——悪質投資顧問を中心に——」自由と正義37巻7号37頁、秋田光治「投資顧問商法被害」名古屋弁護士会編著「欺瞞取引の実態と救済Ⅱ——事件記録にみる救済のノウハウ——」(平成元年)133頁、青年法律家協会弁護士・学者合同部会大阪支部編「利殖商法と被害の救済」(昭和60年)96-97頁、青年法律家協会神奈川支部・前掲注4)

25頁参照。

- 6) 上記(本文)の、投資家被害が大規模化した要因については、松永ほか・前掲注1) 60-61頁参照。
  - 7) この点を指摘するのは、武井・前掲注5) 39頁。なお、資本市場研究会・前掲注5) (答申) 26-27頁も参照。また、証券取引法ないし投資者保護法の研究者も「日本がずいぶん豊かになったことを反映して、国民がみんな投資家だとさえいえるようになってきた」という認識を示している(森田章「投資者保護の法理」(平成2年)はしがき1頁)。
  - 8) 投資ジャーナル事件については、森崎明郎「投資ジャーナル事件——国民の資産形成意識の拡大につけこんだ犯罪——」警察学論集 39巻4号104頁以下、泉剛介「断罪された兜町の“ベテン師商法”——『投資ジャーナル事件』裁判」経営法務150号34頁以下、松永ほか・前掲注1) 63頁以下参照。ちなみに、証券市場論研究者も投資ジャーナル事件を証券取引にかかわる不祥事の代表的な事例の一つとして取り上げ、分析の対象としている(小林和子「不祥事と証券行政」季刊経済研究(大阪市大)17巻2号67頁参照)。
- なお、その他の、悪質投資顧問業者による詐欺事件については、松永ほか・前掲注1) 61頁以下、65頁以下参照。
- 9) 「10倍融資」と「分譲」については、松永ほか・前掲注1) 61頁、62頁参照。さらに、資本市場研究会・前掲注5) (答申) 27頁、28頁、武井・前掲注5) 38頁、青年法律家協会弁護士・学者合同部会大阪支部・前掲注5) 103頁以下、泉・前掲注8) 35-36頁参照。
  - 10) 上記(本文)の、投資ジャーナルの営業の変遷については、松永ほか・前掲注1) 63-64頁参照。
  - 11) 投資顧問業に係る事件としては、その他に、昭和56年に発生した「誠備グループ事件」が重要である。この事件は、不特定多数の投資家を勧誘して投資顧問業務を行ない、グループ投資形態により特定の銘柄について買占めを行なったものであり、その過程で大規模な投資家被害が発生したのである(資本市場研究会・前掲注5) (答申) 26頁)。同事件の詳細については、神崎克郎「投資顧問の規制——誠備事件の提起した問題——」『証券取引の法理』446頁以下、鈴木竹雄・河本一郎「証券取引法[新版]」(昭和59年)330頁注(3)、小林・前掲注8) 66頁以下参照。
  - 12) 東京地判昭62・9・8判時1269・3。なお、本判決については、小林量「投資顧問会社の

- 取引と詐欺罪の成否——投資ジャーナル事件」新証券・商品取引判例百選(別冊 ジュリスト 100号)220頁以下参照。
- 13) 東京高判昭63・11・17判時1295・43。なお、本判決については、椎原國隆「詐欺罪の成立と罪数——投資ジャーナル事件」ジュリスト 1018号125頁以下参照。
  - 14) 最決平元・4・4(判例集未登載)。
  - 15) もっとも、先に引用した判文には、営業の形態が「運用預かり」であったとしても、精算の意思および能力の存在が詐欺罪の成立に影響することはない、としているように解される箇所もあり、その限りでは、東京地裁判決にはその論旨が不明確なところがある。
  - 16) なお、東京地裁判決に先立って投資ジャーナル事件に言及した(しかも、本件の捜査に関与したと思われる)警察実務家も、投資ジャーナル事件の場合に、顧客からの預かり保証金の返済意思と能力が詐欺罪立証のキーポイントであることは、他の詐欺事件と異ならない、とする見解を表明していた(森崎・前掲注8)110頁)。
  - 17) 大判昭14・11・11新聞4501・9、大判昭14・3・31刑集18・179、大判明45・1・29刑録18・47、大判大元・8・30刑録18・1160。なお、伊藤渉「利殖取引と大衆投資家の刑事法的保護」商事法務1334号94頁注(13)参照。
  - 18) 郷原信郎「証券取引、商品取引と詐欺罪」佐藤道夫編「刑事裁判実務大系第8巻財産的刑法犯」(平成3年)403頁は、投資ジャーナル事件は呑み行為を用いた組織的詐欺事犯の一例である、としている。
  - 19) 大阪地判平元・3・29判時1321・3。本判決の分析・検討については、垣口・前掲注2)73頁以下参照。
  - 20) 木村光江「詐欺罪の現代的課題(2・完)」東京都立大学法学会雑誌34巻2号43頁以下、とくに62-63頁、64頁。
  - 21) 林幹人「詐欺罪における欺罔の概念——豊田商事事件(大阪地裁平成元年3月29日判決)を契機として——」『刑法の現代的課題』(平成3年)171頁参照。
  - 22) なお、豊田商事事件については、豊田商事のファミリー商法では、実質的には消費貸借が問題であり、それゆえに豊田商事の営業の形態が預託を受けた金地金を売却してその代金を運用するというものであるならば、同社がまったく金地金を保有していないとしても、そのこと自体が当然に詐欺罪を構成するわけではないという議論にもなる、とする趣旨の見解も表明されていた(竹内昭夫・里田武臣・松尾浩也・田中英夫・新堂幸司「〈座談会〉詐欺的取引と法律」ジュリスト 844号8頁(竹内発言)参照)。
  - 23) 木村光江「悪徳商法と詐欺罪の成否」法律のひろば42巻7号41頁は、投資ジャーナル事件判決のように、交付した金品が説明通りの運用がなされていない場合は詐欺罪が認められるとすると、現物まがい商法、商品先物取引などにも広く詐欺罪を認めうることとなる、としている。
  - 24) 取締り上の問題点については、資本市場研究会・前掲注5)(答申)29頁参照。
  - 25) 神山敏雄「豊田商事刑事判決の意義と問題点」『経済犯罪の研究第1巻』(平成3年)271頁は、豊田商事事件大阪地裁判決につき、同判決の理論構成では被害を雪だるま式に拡大させて初めて詐欺罪が成立することとなり、その不合理は甚だしい、としているが、本文で述べたように、詐欺罪の理論構成を組み換えたとしても、そのことによって早期刑事介入が可能となるわけではない。  
なお、筆者と同様に早期摘発の困難性を指摘するものとして、伊藤・前掲注17)92頁、93頁参照。
  - 26) 資本市場研究会・前掲注5)(答申)84頁参照。
  - 27) 小林敬和「経済刑法による消費者保護」徳山女子短期大学経営情報学会研究紀要2号110頁、郷原・前掲注18)414頁も、この点を指摘している。
  - 28) 報告書は、付属資料とともに、資本市場研究会・前掲注5)に収録されている。答申の内容を紹介しないし検討したものとして、山崎史郎「投資顧問業の今後のあり方——証券取引審議会報告書の概要——(上)(下)」金融法務事情1108号40頁以下、1109号34頁以下、神崎克郎「投資顧問業の規制——証取審の答申の検討——」『証券取引の法理』485頁以下、神崎克郎・竹中正明・清原利行「〈座談会〉証券投資顧問業のあり方の答申をめぐって(上)(中)(下)」商事法務1063号2頁以下、1065号19頁以下、1066号17頁以下、杉原礼次郎「投資顧問業について」警察時報41巻3号94頁以下。
  - 29) 投資顧問業法の制定の経緯とその概要については、大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会編「投資顧問業法逐条解説」(平成6年)、池田正幸「『有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律』の概要」手形研究384号14頁以下、大山憲司「投資顧問業の規制について」警察論43巻8号40頁以下、小沼喜八郎「投資顧

- 問業法の制定と課題(その1)』比較法〔東洋大学〕25号45頁以下、今義鷹「投資顧問業に関するQ&A」保安と外勤14巻2号4頁以下、下村純典「投資家保護とニーズへの対応——証券投資顧問業規制法案——」立法と調査133号39頁以下、立石邦雄「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律の制定」法律のひろば39巻8号22頁以下、同「証券投資顧問業に登録制を導入——有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律(昭和61.5.27公布法律第74号)」時の法令1301号29頁以下、田邊光政「投資顧問(特集銀行の周辺業務)」手形研究405号30頁以下、辻義之「『投資顧問業法』について」警察時報41巻8号20頁以下、長瀬博「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律(昭和61年法律第74号)(弁護士のための新法令紹介58)」自由と正義37巻12号126頁以下、長谷川靖「『有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律』の概要」金融法務事情1125号6頁以下、松元崇「証券投資家被害の防止——有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」ジュリスト865号61頁以下、矢野康治「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」法令解説資料総覧56号48頁以下。なお、龍田節・神崎克郎・岸田雅雄・森田章・山下友信・牛丸與志夫・山田廣己・厚東正彦・越智和雄・高橋弘・尼子修造・堤多嘉男ほか「〈特別研究会〉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〔1〕～〔12完〕」インベストメント39巻5号41頁以下、6号67頁以下、40巻1号56頁以下、2号48頁以下、3号47頁以下、41巻2号39頁以下、3号44頁以下、4号56頁以下、5号51頁以下、6号58頁以下、42巻1号80頁以下、2号71頁以下は、投資顧問業法に関する最も詳細な研究であろう。
- 30) 河本一郎「(シンポジウム)投資顧問業の法的規制」金融法研究・資料編(3)4頁参照。
  - 31) 杉原則彦「投資顧問業法の施行状況について」商事法務1126号5頁参照。
  - 32) 矢野・前掲注29) 50頁、田邊・前掲注29) 32頁、長谷川・前掲注29) 8頁、松元・前掲注29) 62頁参照。
  - 33) その他に、開業規制の実効性を担保する罰則の存在も重要である。すなわち、4条の登録を受けないで投資顧問業を営んだ者または不正の手段により4条の登録を受けた者は、3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金に処せられ、またはこれらの刑を併科されることとなっている(54条2号、3号)。
  - 34) 大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会・前掲注29) 88頁、93-94頁、96頁参照。さらに、立石・前掲注29) ひろば25頁、田邊・前掲注29) 32-33頁、長谷川・前掲注29) 8-9頁参照。
  - 35) 資本市場研究会・前掲注5) (答申)52頁。
  - 36) 大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会・前掲注29) 101頁。なお、神崎克郎『証券取引法[新版]』(昭和62年)560頁注(2)、562頁参照。
  - 37) 大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会・前掲注29) 102頁。
  - 38) 上柳克郎ほか「〈証券取引法研究会〉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〔6〕」インベストメント41巻2号65頁(河本発言)参照。
  - 39) 神崎・前掲注36) 566-567頁参照。
  - 40) 松元・前掲注29) 62頁。
  - 41) 大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会・前掲注29) 72頁、75-76頁、79-80頁、池田・前掲注29) 17頁参照。
  - 42) この種の書面不交付罪ないし虚偽記載書面交付罪の運用をめぐって予想される問題点については、垣口・前掲注2) 79頁参照。  
もっとも、形式犯に刑事罰を用いることには疑問が発せられている。たとえば、山中敬一「経済刑法の現代的課題」ドイツ・日本問題研究班『ドイツ・日本問題研究Ⅱ』(関西大学経済・政治研究所研究双書第88冊)(平成6年)339頁は、立法において、形式犯に対して、刑罰を用いることについては、法益保護の原則や刑法の補充性の観点から疑問がある、としている。
  - 43) 立石・前掲注29) ひろば27頁、大蔵省証券局内投資顧問業関係法令研究会・前掲注29) 148頁以下参照。
  - 44) 芝原邦爾「経済刑法研究⑤ 悪質商取引と行政取締法規違反の処罰」法律時報58巻9号63頁、同「経済刑法研究⑫完 消費者保護と刑法の役割」法律時報59巻3号88頁参照。
  - 45) 「行政処分優先の原則」に批判的な見解もある。西山富夫編『現代の経済犯罪と経済刑法』(平成6年)225頁以下参照。
  - 46) 神山敏雄「経済犯罪——その実情と法的対応——(30)」捜査研究521号65頁は、主務官庁が容易かつ迅速に対応できる行政処分を行使することによって違法行為や悪質商法の芽を摘むことが望まれるが、公取委や証券取引等監視委員会とは別として、ほとんどの主務官庁は専門的な独立の取締機関を有せず、一課の片手間行政で対応している状況であり、その改善は大きな課題である、としている。

(1995年4月5日受理)