

金融商品取引法研究会
研究記録第 54 号

適合性の原則

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

適合性の原則

(平成 28 年 1 月 27 日開催)

報告者 川 口 恭 弘
(同志社大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. 規制の内容と沿革	2
1. 条文	2
2. 沿革	3
3. 日本証券業協会の自主規制	4
II. 適合性の原則の前提となる義務	5
1. 「顧客を知る義務」	5
2. 「商品を知る義務」	10
III. 考慮すべき顧客の属性	12
1. 属性の判断時期	12
2. 4要素の内容	13
3. 4要素のうち、一部のみを欠く勧誘	15
IV. 「適合性の原則」の適用範囲	15
1. 「勧誘」への該当性が問題となる場合	15
2. プロ投資家に対する適用	16
V. 違反の場合の制裁	18
討 議	19
報告者レジュメ	39
資 料	51

金融商品取引法研究会出席者(平成28年1月27日)

報告者	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	飯田秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
オブザーバー	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌塚正人	SMB C日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

適合性の原則

前田副会長 定刻になりましたので、第10回金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

最初に、オブザーバーの交代がございましたので、ご紹介いたします。

本日から、東京証券取引所総務部法務グループ課長の富田英揮様にご参加いただくことになりました。

富田オブザーバー よろしく申し上げます。

前田副会長 どうぞよろしくお願いいたします。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の川口恭弘先生より「適合性の原則」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、川口先生、よろしくお願いいたします。

[川口委員の報告]

川口報告者 川口でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

適合性の原則は、言うまでもなく、証券規制の中で誕生し、発展してきたものです。もっとも、近年、我が国におきまして、現行の金商法のみならず、他の業法等においても、適合性の原則が規定されるものが出てきております。結局、実現はしなかったようですが、消費者契約法の一般原則に盛り込むことについての検討まで行われるようになりました。これらのことは、業者と顧客との関係において適合性の原則の重要性が再認識され、さらに、それが証券規制に限らず、ある意味、普遍性を持つものとして認識されてきたことを意味するのではないかと思います。

また、他の業法等で規定されることになった適合性の原則の内容は、現行の金商法の内容をほぼ踏襲するもの、すなわち、金商法の規定を模範として規定されていることが注目されます。

さらに、欧米でも、複雑でリスクの高い投資商品への投資で投資家が大きな損失をこうむった反省などから、適合性の原則に関する、より精緻な規制

の整備が進んでいます。

我が国において、これまで、適合性の原則について、さまざまな検討・議論が行われてきました。もっとも、上記の事情を背景として、改めて適合性の原則の論点を整理し、総合的な検討を行う意義があるのではないかと考えた次第です。

なお、適合性の原則につきましては、ご存じのように、違反をした場合の不法行為責任が重要な論点になります。もっとも、本日は金商法上の条文、それも 40 条 1 号に関する検討に焦点を絞りまして、民事責任の検討につきましては別の機会に譲ることにしたいと思います。

I. 規制の内容と沿革

それでは、まず条文を確認した後、規制の沿革をおさらいさせていただきます。

1. 条文

金商法 40 条は、「金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない」とした上で、1号で、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」と規定しています。

ここでは、金商法上の適合性の原則は、「勧誘」の規制として定められていること、そして、「業務の運営の状況」に関する規制であることを、確認しておきたいと思います。

次に、顧客に適合するかどうかの判断要素は、「知識」、「経験」、「財産の状況」、そして「金融商品取引契約を締結する目的」という 4 点ということです。これらの要素は「及び」でつながられています。

2. 沿革

次に、適合性の原則の沿革です。

よく知られているように、昭和49年の大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」が、「投資者に対する投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験および資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」としたのが、最初と言われています。そこでは、細かい話なのですが、単に「適合した投資」では不足に、「最も適合した投資」が要求されていました。他方で、不適合な勧誘を禁止するのではなく、「最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」を要請しておりました。

その後、証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則が定められ、その〔第四原則〕「顧客に関する情報」の中で、「業者は、サービスの提供にあたっては、顧客の資産状況、投資経験および投資目的を把握するように努めなければならない」とされました。ただし、これは顧客情報の把握義務、すなわち Know Your Customer Rule でありまして、顧客に適合した勧誘を要求するといったものではなかったわけです。

このIOSCOの行為規範原則は、各国で国内法化されることになりました。我が国では、当時の証取法におきましては、顧客を知る義務ではなく、さきの大蔵省証券局長通達の内容を踏まえたものとして、規定が定められました。すなわち、証券取引審議会不公正取引特別部会報告書「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」（平成3年6月）では、「昭和49年の証券局長通達『投資者本位の営業姿勢の徹底について』等において、その趣旨が明らかにされているが、これを『証券会社の健全性の準則等に関する省令』等に規定し、法令上の根拠を明確にすることが適当であると考えられる」と述べております。このあたりが、沿革的に我が国の適合性の原則が他と異なるもとになった理由の1つであると考えられます。

いずれにせよ、平成4年に改正されました証取法の54条1項は、「大蔵大臣は、証券会社の業務の状況が次の各号のいずれかに該当する場合において、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の

限度において、業務の方法の変更を命じ、3月以内の期間を定めて業務の全部又は一部の停止を命じ、その他監督上必要な事項を命ずることができる」とした上で、1号で、「有価証券の買付け若しくは売付け又はその委託について、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがある場合」を規定することになりました。

そこでは、顧客の適合性を考慮する要素として、「知識」、「経験」、「財産の状況」が規定されています。さらに、この規定は、違反の場合に、経営保全命令の対象となるものとして定められたことが注目されます。

その後、平成10年の改正で、適合性の原則は証取法43条として規定されました。そこでは、「証券会社は、業務の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、業務を営まなければならない」とした上で、1号で、「有価証券の買付け若しくは売付け・・・について、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」が規定されました。平成10年の改正では、適合性の原則は、保全命令の対象ではなく、金商法上の禁止行為として規定されました。

平成18年の金商法では、適合性の原則は、この証取法の規定が引き継がれまして、先ほど申し上げたとおり、現行の40条として定められることになりました。そこでは顧客の属性の考慮要素として、「金融商品取引契約を締結する目的」、すなわち投資目的が追加されております。

3. 日本証券業協会の自主規制

ところで、アメリカにおいて、適合性の原則は、業者の自主規制として発展してきたことは、よく知られているところです。当初は、顧客とのトラブルから自己を未然に防衛するために、前もって業者側で顧客のことを把握する必要があることから始まったと言われております。それがNASDの規則とかNYSE（ニューヨーク証券取引所）の規則といった自主規制に引き継が

れていったわけです。

我が国でも、日本証券業協会が比較的早い段階から適合性の原則を取り入れた規則を定めております。現在の「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」、いわゆる投資勧誘規則の3条2項は、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うように努めなければならない」と規定しております。

この投資勧誘規則では、当初から顧客の属性の考慮要素として、「投資目的」が規定されておりました。そして、さきのアメリカの自主規制の影響を受けているかどうかは定かではありませんが、顧客情報の把握義務も規定されていることに留意が必要です。

そうすると、一体業者は顧客情報の把握をどのように行うのかということが問題になります。そこで、投資勧誘規則では、顧客カードの整備義務（投資勧誘規則5条1項）を定め、顧客カードに記載すべき事項を詳細に規定しております。お手元に資料を用意させていただいておりますけれども、日本証券業協会が、個人用と法人用に分けて記載様式を明らかにしております。

なお、日本証券業協会の投資勧誘規則では、特定の取引につきまして、協会員が勧誘開始基準（5条の2）、あるいは取引開始基準（6条）を定めていること、さらに、比較的最近ですが、高齢顧客に対する勧誘販売規制（5条の3）を定めるに至っております。これらは適合性の原則を具体化したものと評価できるのではないかと思います。

II. 適合性の原則の前提となる義務

つぎに、適合性の原則に関連した義務を検討したいと思います。

1. 「顧客を知る義務」

我が国では、業者が顧客を知る義務につきまして、法令上、直接の規定は存在いたしません。もっとも、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下、「監督指針」）のⅢ-2-3-1が、顧客の情報（属性等）

と顧客の取引実態の把握をするための顧客管理態勢の確立を業者に求めているところでは、

また、自主規制として、顧客カードによる情報収集が求められているという点は、先ほど述べたとおりです。

なお、冒頭に、金商法以外でも適合性の原則が規定されるようになったと申し上げました。その一例ですが、貸金業法16条3項というのがあります、「貸金業者は、資金需要者等の知識、経験、財産の状況及び貸付けの契約の締結の目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って貸金需要者等の利益の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、貸金業の業務を行わなければならない」と規定しております。または、同じ貸金業法では、「貸金業者は、貸付けの契約を締結しようとする場合には、顧客等の収入又は収益その他の資力、信用、借入れの状況、返済計画その他の返済能力に関する事項を調査しなければならない」という形で、顧客の調査義務を規定している点が注目されます。ただし、これは勧誘前に情報収集を要求するのではなく、契約締結にあたっての調査義務として規定されているものです。

金商法上は、顧客の調査義務は直接に法定されておりませんが、適合性の原則のなかに、顧客を知る義務が含まれるのかということが問題になり得ます。すなわち、顧客を十分に調査せずに、結果として不適合な勧誘を行った場合には、金商法違反となるのかという問題です。この点につきましては、顧客を知らなければ、そもそも、当該顧客に適合した勧誘をすることができないのではないのでしょうか。すなわち、顧客に適合した勧誘を行う前提として、顧客を知る義務が存在していると解することもできるのではないかと思います。適合しない勧誘をした場合で、調査をしないほうが調査をした場合と比べて免責の可能性が広がるというような解釈は妥当ではないと思います。

アメリカにおいて、適合性の原則は顧客を知る義務として誕生したという点は、先ほど述べたとおりです。このルールは、かつてニューヨーク証券取引所の規則で規定されていたわけですが、現在では、FINRAの規則に統一

されております。その FINRA Rule 2090 は、顧客に関する重要な情報を知るまたは維持するために、合理的な注意を尽くすことを業者に要求しております。

さらに、ヨーロッパにおきましても、顧客を知る義務が規定されております。ご存じのように、EU では、2007 年に金融商品市場に関する新たな規制として MiFID (Market in Financial Instruments Directive) という指令、及びそれに関連する細則、指針などが策定されました。この指令は 2014 年に改定されまして、MiFID2 となっております。EU 加盟国は、これを 2016 年 7 月までに国内法化することが求められているようでありま。この MiFID2 の 25 条 2 項は、業者は、顧客または潜在的な顧客に関する必要な情報を入手すべきと規定しております。

次に、業者に顧客を知る義務があるとして、顧客が情報提供を拒んだ場合に、その義務はどうなるのでしょうか。勧誘が不適合であっても、顧客の自己責任ということで業者は免責されるのでしょうか。あるいは、その段階で勧誘が禁止されるということになるのでありま。でしょうか。

この点、EU の指令では、情報を十分に得ることができない場合は、業者は、顧客または潜在的顧客に対して投資サービスや投資商品の勧誘を行ってはならないとしています。

我が国でも、顧客カードの記載に当たり、特に資産の状況について、顧客がそれを伝えることを拒む、嫌がることあるという話を聞きました。このようにあえて情報を伝えないという顧客に対しては、投資商品が仮に結果として不適合なものであっても、それは自己責任と言えるような気もいたし。ます。

しかし、EU では、先ほど述べましたように、その場合は勧誘行為を禁止するという形で顧客の保護を図っているわけです。これは、顧客は、知識がない、あるいは経験がないということ的前提にすべきという考えによるもの。ようでありまして、顧客保護の色彩はかなり濃いものになっているように見受けられます。

なお、金融庁のパブコメでは、「業者が相当の努力を尽くしたにもかかわらず、当該顧客の姿勢に変化がなく、業者が顧客の適合性を確認することができないような場合には、業者は『適合性の原則』（金商法 40 条 1 号）に則して当該顧客との間取引を拒むこともできる」と述べています。そこでは「拒むことができる」とされておりまして、「拒否しなければならない」とはされていません。この議論をするときに、医者診察と異なり、業者は取引に応じる義務は存在しないとよく言われます。そうであれば、このコメントは「断れる」と言っているだけで、いわば当然のことを言っているようにも見えるわけです。ただし、そこでは取引を拒否するには情報の把握について一定の努力義務を尽くすことが前提とされております。この点については、座談会での松尾（直）先生のご発言のなかに、金融機関の公共性を考慮したものというご指摘がなされているわけです。この公共性の意味するところは、いま一つよくわからないところで・・・（笑い）、また、あとでコメントを頂戴できれば幸いです。

なお、日本証券業協会の規則に基づく顧客カードの記載様式を見ますと、一番下の「注」に「『資産の状況』欄は、当初記入することが困難な場合は、その後なるべく早期に記載すること」とあります。これは、取引開始段階におきましては、なくても大丈夫というふうにも読めるのですが、この点でも、顧客資産の状況の把握が難しいということを示しているように思います。

また、つぎの問題として、顧客が業者に虚偽の情報を伝えた場合はどうなるのでしょうか。業者がそれを知り得ない状況では、業者に責任を課すことは妥当ではないように思います。では、虚偽情報であることを業者が知り得たという場合はどうでしょうか。

EU 指令では、情報が古い場合、または不正確であることを知り得た場合を除き、業者は顧客からの情報を信頼することができるとされております。

アメリカの FINRA の解釈でも、情報が不正確であるということを示す危険信号（レッドフラッグ）がない場合、業者は基本的に顧客の情報を信頼することができる、その場合、顧客を知ることに合理的な注意を尽くし

たものと解されております。他方で、情報収集過程に問題があるという場合や、顧客側で不適合を示す明確なサインを出している場合などには、顧客の情報を全面的に信頼してはならないとされております。

我が国でも、同様に考えてよいのではないのでしょうか。すなわち、業者が、顧客からの情報を確認する行為を行い、明確に不正確であるという確証が得られない場合は、業者は顧客の情報を信頼できると解してもよいのではないかと考えているところです。

ところで、顧客の情報は時間が経過すると劣化しまして、新たな勧誘段階における適合性の判断には適さないということも考えられます。

FINRA のルールでは、口座開設時のみならず、それを維持する上でも顧客情報を入手する努力を求めています。口座の維持につきましては、顧客との関係が継続する間という解釈も示されております。そのため、情報の収集は継続して行わなければならないということになりそうです。

この点、SEC の規則なのですが、顧客記録の更新を3年に1度行うというルールが別途ございます。しかし、SEC 自身が、「この規定は、自主規制機関の『顧客を知る義務』に適用されない。事情によっては、それ以上に顧客情報を更新する必要がある場合もある」という立場を明らかにしております。そのため、実務上、顧客情報の収集の頻度がどの程度必要であるのかが問題になっているようです。現時点では、ケース・バイ・ケースで判断するしかなく、明確な基準は示されておられません。

我が国でも、一般論といたしまして、古い情報では現在の顧客の適合性は判断できないわけで、情報の更新が必要であるということに異論はないと思います。この場合、以前と同じ投資商品の勧誘であったとしても、顧客の財産状況が変わることも想定できるわけでありまして、その都度、顧客から情報を入手することが妥当であるようにも思います。しかし、現実には、取引の都度、顧客から情報を集めることはなかなか難しそうです。日常の付き合いなどから、状況に変化が生じたことを推察できればその状況を問うというのが、現実的な対応であるようにも感じられます。また、以前とは異なるリ

スクのある投資商品であれば、顧客の適合性を判断する必要性はさらに高まると考えられます。

なお、金融庁の監督指針では、「顧客の申し出に基づき、顧客の投資目的・意向が変化したことを把握した場合には、顧客カード等の登録内容の変更を行い、変更後の登録内容を金融商品取引業者と顧客の双方で共有するなど、投資勧誘に当たっては、当該顧客属性等に則した適正な勧誘に努める」とされており、そこでは、「顧客の申し出に基づき」とありまして、業者側からの積極的行動は要求していないように読めます。また、顧客の属性につきましては、投資目的・意向の変化のみが対象とされておりまして、一番肝心だと思われる財産の状況の変動は対象外とされておりまして、

2. 「商品を知る義務」

続きまして、販売対象の商品を知る義務が業者にあるかというのが問題になります。法令上、この点も直接に規定するものは見当たりません。ただし、先ほど述べた顧客を知る義務と同様に、顧客に適合した勧誘をするには、その商品がそもそも何であるのかという理解が大前提のように思われます。

アメリカでは、従来、顧客を知る義務のほか、業者は勧誘する取引などが顧客に適合したものであると信じる合理的根拠を有していなければならないというルールが存在しております。これがいわゆる *suitability rule* と呼ばれているものです。かつては NASD rule 2310 がこれを規定していましたが、現在では FINRA Rule 2111 として規定されております。

我が国の規定と異なりますのは、適合した勧誘を要求するというルールではなくて、適合していると信じるに足る合理的な根拠を求めているという点です。この点につきまして、3つの適合性が必要であるとされておりまして、

その1つが合理的根拠適合性 (*reasonable-basis suitability*) で、投資物件が少なくとも一定の投資家に適合していることを求めるものであります。この適合性はわかりにくいのですが、FINRA の解説によれば、(1) 業者は投資物件の性質を理解する義務がある、(2) 投資物件の性質を理解できな

い場合、それが一定の投資家に適合していても、適合性の原則に反するという見解が明らかにされております。

また、2つ目の特定顧客適合性 (customer-specific suitability) は、我が国の規定と同様に、ある投資物件が相手方の顧客に適合しているかどうかということを求めるものです。

そして、3つ目の量的適合性 (quantitative suitability) は、業者が顧客口座を支配している場合に適用される場合でして、取引が全体として量的に適合していることを求めるものです。

以上のように、FINRA の規則では、業者は顧客に勧誘する商品を十分に理解することが求められております。ここで注目されますのは、仮に2つ目の特定顧客適合性の点で適合していたとしても、1つ目の合理的根拠適合性の点で不適合であれば、適合性の原則違反になると明言されているところです。したがって、勧誘する投資物件が結果として顧客に適合していても、業者が当該投資物件の性質を理解できていない場合には、適合性の原則に違反することになります。

この点、我が国では、顧客に適合した勧誘であるということを求めているわけで、仮に商品の内容を理解できていない場合でも、結果として顧客に適合していれば、違反に問われない可能性があるようにも思われます。ただし、金商法は、顧客に適合しない勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、または欠けることとなるおそれがないように、その業務を行わなければならないと定めております。証券会社の役職員が販売する商品を理解できないような状況でそれを売らせるというような業務態勢は、不適當な勧誘を行い、投資者の保護に欠けることとなるおそれがあるものに該当するという解釈も可能なように思います。

なお、近年、日本証券業協会の投資勧誘規則が改正され、その3条3項は、「協会員は、当該協会員によって新たな有価証券（・・・）の販売（・・・）を行うに当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない」と

されております。これは、合理的根拠適合性を要求するものと解されているところではあります。

Ⅲ. 考慮すべき顧客の属性

次に、適合性の原則について考慮すべき顧客の属性について検討することになります。

1. 属性の判断時期

金商法 40 条 1 号では、「知識」、「経験」、「財産の状況」及び「投資目的」に照らして不相当と認められる勧誘が禁止されております。この 4 要素の適合性は、勧誘の段階で判断されるという点が特徴かと思えます。

FINRA の適合性の原則では、顧客のプロファイルにより得た情報をもとに、顧客に適合した勧誘であると信じる合理的根拠が必要であるとしております。この顧客のプロファイルというものにつきましては、年齢、他の投資物件、財産の状態、納税状況、投資目的、投資経験、投資の期間、流動性のニーズ、リスクの寛容度、顧客が勧誘に際して業者に開示したその他の情報と規定されております。これらはかなり細かいものです。かつての NASD のルールでは、比較的簡単なものでしたが、FINRA の規則になり、このような詳細な内容が定められています。もっとも、FINRA の規則では、適合性を判断するために収集・分析すべき情報として、これらの例示が示されているということに注意が必要です。そこでは、これらのプロファイル自体が顧客に適合している必要があるとは規定されていないわけです。

また、EU の MiFID2 でも、投資助言やポートフォリオの管理を行うに当たって、業者が必要な情報を入手すべきと規定し、その顧客情報として、「知識と経験」、「財産状況」、「投資目的」が規定されております。これらの要素は、我が国で規定されている要素と同じです。もっとも、4 要素に適合した勧誘を義務づけるものではなくて、適合した勧誘を行う際に必要な情報として規定されているという点は、FINRA と同じかと思えます。なお、MiFID2

では、顧客への適合性につきまして、特にリスクの許容性と損失負担能力を重視している点が注目されます。

2. 4要素の内容

金商法上の適合性の原則で規定されている「知識」、「経験」、「財産の状況」は、顧客の実情をあらわすものです。また、「契約締結の目的（投資目的）」は、顧客の意向をあらわすものです。

まず、「知識」と「経験」につきましては、さきに述べました MiFID2 では、1つのカテゴリーとして規定されております。また、我が国では、適合性の原則と説明義務との関係が論じられるわけですが、「知識」は、情報提供とか説明を受けることによって不適合性が治癒する可能性があります。したがって、ある段階で「知識」のない者に対して、全て勧誘が禁止されることにはならないように思います。

また、「経験」のない者であっても、情報提供・説明によって投資能力を満たす者もいるように思われます。この点でも、「経験」のない者に対して一切の勧誘が禁止されると考えるべきではないように思います。また、通常、最初の取引を行う場合、事前の「経験」はないのではないかと思います。

これに対して、「財産の状況」は、いかなる情報提供・説明があっても不適合性は治癒されないものです。財産の不適合性が治癒される、すなわち財産がふえるというような説明が世の中にあるのであれば、私が率先して受けたいところです（笑）。先ほど述べましたように、MiFID2 では、特に損失負担能力の適合性を重視しています。我が国でも、この4要素のうち、「財産の状況」を特に重視する見解が見られるところです。

最後の「契約締結の目的」は、「投資目的」と言いかえられることもあります。例えば老後資金の安全運用とか、余剰資金の積極運用などといったものが考えられるところです。MiFID2 では、リスクの許容性としてこの点が重視されているところです。なお、情報提供・説明により投資目的が変わる可能性もあるように思います。例えば比較的裕福な人で株式投資の経験しか

ない者が、情報提供を受けてよりリスクの高い投資運用を選択することも考えられます。したがって、投資目的が不適合な場合に一切の勧誘が禁止されると言うべきか、より慎重な検討が必要なように思います。

なお、適合性の考慮が必要な場面は、この4要素に限りません。例えば、黒沼先生からは、金商法の制定当時の議論として、顧客の理解力も考慮要素とすべきという主張がなされたと伺っております。もっとも、この点については、実務上の判断が難しいという理由で金商法には盛り込まれなかったようです。

もっとも、他の法律では、顧客の判断力を考慮要素としているものも見受けられます。平成17年に特定商取引法に関する改正がなされ、訪問販売等における禁止行為として、適合性の原則が規定されました。そこでは「顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行うこと」とともに、「老人その他の者の判断力の不足に乗じ、訪問販売に係る売買契約又は役務提供契約を締結させること」が禁止行為として規定されています。

特定商取引法の改正は、ご存じのように、住宅リフォームに関するトラブルなどを契機になされたもので、その際、特に高齢者が被害に遭ったという点が重視されたものです。その関係で、この規定の適用については、一般人の通常の判断能力があればおよそ締結しないようなひどい内容の契約が念頭に置かれているという説明がございます。

なお、FINRAでは、量的適合性というものも問題にしております。日本では、その点は特に直接には規定していないわけですが、我が国では過当取引として規制の対象になるのだらうと思います。例えば、顧客にとって過剰な量の取引は、顧客に対する誠実義務に違反することになると思います。さらに、顧客の意思を確認することなく頻繁に顧客の計算において取引をしている状況は、是正命令の対象にもなります。

なお、自主規制において、顧客カード等により知り得た投資資金の額その他の事項に照らし、過大な数量の取引等の勧誘が禁止行為とされているところでは、

3. 4要素のうち、一部のみを欠く勧誘

適合性の原則に関する民事裁判では、「具体的な商品の特性を踏まえて、これらとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある」とするものが一般的かと思えます。不法行為の成否の判断において、4要素を総合的に判断するという考え方は妥当と思われます。問題は、金商法上、4要素の1つを欠く勧誘が違法行為になるのかという点です。特に金商法40条1号では、4要素は「及び」でつながれております。「又は」ではありません。この点を厳密に考えると、条文上は1つでも欠ければ勧誘は禁止されると解せざるを得ないのではないかと思います。

IV. 「適合性の原則」の適用範囲

1. 「勧誘」への該当性が問題となる場合

さて、何度も述べておりますが、我が国の適合性の原則は勧誘規制として規定されております。言いかえると、勧誘に該当しない場合には、適合性の原則の適用はないと言えそうです。松尾（直）先生のご著書の中では、勧誘がないと言える場面が列挙されておまして、「顧客の依頼に応じて、その限りで商品の説明を行うこと」、「顧客の個別の依頼に応じて受動的に単に販売用資料を顧客に交付すること」が挙げられております。確かに、その場限りの説明とか資料の交付のみでは勧誘に該当しないという点は、そのとおりかと思えます。しかし、それに「いかがでしょうか」とか「では、どうでしょうか」とつけ加えた場合には、どうなるのでしょうか。もちろん、状況にもよると言わざるを得ませんが、勧誘行為があったとされる場合もあるのではないかと思います。

また、顧客から店頭に出向き、特定の商品について積極的な購入希望を出すこともあり得ます。この場合に、勧誘行為がないと仮定して、もし顧客の情報を集めて購入希望の商品が不適合であると判断される場合に、業者はそれを販売してはならないのでありましようか。金商法は勧誘規制として適合

性の原則を規定していることからしますと、この場合は勧誘がないので適合性の原則は適用されず、販売は許されるとも考えられます。しかし、明らかに不適合であるという場合に、そのまま販売することは、顧客に対する誠実義務に違反することも考えられます。そのため、業者は、誠実義務の履行の一環として、不適合であるということを一度警告した上で、それでも購入希望があれば販売は可能と解することができないでしょうか。

なお、MiFID2の25条3項は、投資助言・ポートフォリオ管理以外の投資サービスを提供する場面について、投資商品が顧客に適合していない場合の警告義務を規定しております。

関連して、取引後に顧客の事情が変わり、商品・サービスが不適合となった場合、取引の中止とか、早目の売却を推奨する義務があるかという問題が考えられます。これも、その段階で勧誘がないわけですので、直接には適合性の原則の適用はないと思われます。さらに、先ほど申し上げた顧客に対する誠実義務を問うこともなかなか難しそうです。このような責任が発生するのは、顧客と業者の間に何らかの依頼関係とか高度の信頼関係がある場合など、例外的な場合に限られるのではないかと思います。

2. プロ投資家に対する適用

金商法では、適合性の原則は特定投資家について適用除外と規定されております。これは、不適合な特定投資家は存在しないという考え方からかもしれません。しかし、そうであれば、適合性の原則を適用した上で、その原則が適用される投資家はいない、それだけでもよかったです。しかし、不適合な特定投資家も中にはいるのではないかと思います。もしそうであるとするならば、特定投資家について適用除外としたのは、仮に勧誘が不適合であったとしても、特定投資家であれば、不利益はこうむらない、そのような変な投資は行わないと考えられたのかもかもしれません。

FINRAのルールにおきましても、先ほど申し上げた2つ目の特定顧客適合性については、機関投資家は基本的には適用除外とされております。もっ

とも、条件がありまして、機関投資家が投資リスクを評価する能力があると、業者が信じる合理的な根拠がある場合、機関投資家側で独立した判断を行っているとは積極的に表明している場合には、適用が除外されるとなっております。

特定投資家でも不適合な投資で不利益をこうむる可能性はないわけではないと思いますので、アメリカの特に2つ目の条件をつけることも考慮に値するように思うところです。

FINRA では、機関投資家であっても、合理的根拠適合性、量的適合性は適用除外となりません。例えば、業者に知識がなく、投資家は機関投資家であってリスク判断可能だという場合でも、適合性原則違反となる点が強調されております。

なお、金商法では、一定の一般投資家が特定投資家に移行することが認められております。特定投資家から一般投資家への移行につきましては、業者について告知義務があります。しかし、一般投資家から特定投資家への移行については、このような告知義務は規定されておられません。また、この場合は、移行について勧誘が可能ということになると思います。

そこで、当時の立案担当者のほうから、その際は「適合性の原則（金商法40条1号）が適用されることに留意が必要である」という見解が明らかにされております。より具体的には、パブコメのコメントで、「例えば、知識・経験・財産の状況に照らして『特定投資家』として取り扱うことがふさわしくない顧客から『特定投資家への移行』の申出を受けた場合には、適合性の原則（金商法40条1号）により、当該申出を承諾してはならないものと考えられます」とされているわけです。

細かい話で恐縮ですが、移行の勧誘に金商法40条1号の適合性の原則がそのまま適用されるのか、疑問もあるわけです。適合性の原則は、冒頭にも言いましたように、金融商品取引行為についての勧誘として規定されておりまして、金融商品取引行為ではない特定投資家への移行の勧誘には直接適用できないのではないかとということです。もっとも、規制を及ぼす趣旨自体は

理解しておりますので、もし明言するのであれば、「適合性の原則を踏まえ」などとすべきであったのかもしれませんが。ただ、その場合には、違反行為があっても、法令違反は問えない可能性が出てくるわけです。

なお、監督指針では、「金商法第 34 条の 3 第 1 項の規定に基づき、『一般投資家』である顧客より『特定投資家』への移行の申出を受けた際には、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして『特定投資家』として取り扱うことがふさわしいか否かを考慮した上で、承諾の可否について判断しているか」としており、特に金商法の条文はここでは引用されておられません。

V. 違反の場合の制裁

最後に、金商法 40 条 1 号に違反した場合の制裁について検討いたします。民事責任は省きます。刑事責任は規定されておられません。

適合性の原則は金商法に規定されているものですので、違反した場合に、法令違反として金融商品取引業者に対する監督上の処分、業務改善命令の対象になります。なお、法令違反の場合に、外務員に対する監督上の処分も可能ですが、適合性の原則は業務の状況に関する規定として定められている関係から、違反をした外務員をこれにより処分することは難しいように思われます。なお、課徴金の納付命令は対象外とされております。

このほか、投資勧誘規則に違反したものとして、日本証券業協会によって、協会員に対する処分が行われることとなります。この場合、協会の規則に違反したということであれば、従業員に対する処分も可能であると思われます。

ところで、これまで適合性の原則に違反したとして、行政処分や自主規制による処分がなされた例は極めて少ないというのが現状のようです。その理由はどこにあるのでしょうか。

まずは、適合性の判断には幅があり、行政などが判断することが難しいということが考えられるのかもしれませんが。顧客情報を正確に把握することが事実上、難しいということは何度も申し上げていますが、このような状況で仮に不適合な勧誘があったとして処分を行うというのは妥当ではないという

判断があるのかもしれませんが。さらに、金商法の規定が業務の状況についてのものであるということが、理由であるかもしれません。このような規定は、最初でお話をしたように、沿革によるものですが、結果として、組織的なものしか対応できない可能性があります。

過去には、現在の金商法 40 条 2 号に該当するものですが、「個々の行為が発生したこと自体をもって、即違法になるものではない。ただし、そのような行為が頻繁に発生するような状況が放置」されていて、初めて是正等、必要な措置を講じる命令が出されるとした見解も明らかにされているところです。

現実に行政処分が下された例として、泉証券に対するものが良く知られています。これは、適合性原則が守られないようなかなりひどい管理態勢であったという点が、強調されているところです。

なお、金商法以外で、適合性の原則が定められた諸法律におきましては、単に適合性の原則に違反した勧誘が行われないように業務を行わなければならないというシンプルなものになっております。これは規定が進化したということなのかよくわかりませんが、こちらのほうがわかりやすい規定であるのは間違いないところです。

以上、報告を終わらせていただきます。いろいろお教えいただければ幸いです。ごぞいます。

討 議

前田副会長 それでは、いつもどおり、どこからでも結構でございますので、ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をよろしく願います。

中東委員 「商品を知る義務」のうち、適合すると信じるに足る根拠が3つあり、①が「合理的根拠適合性」ということです。この「投資物件の性質を理解する義務」の「理解する」の主語が何かというのが必ずしもわからないのでお教えいただきたいと思います。お配りいただいた資料3のFINRAの2111.05を見ると、日本でいう協会が理解する義務のような感じで読ませ

ていただきました。

他方で、日本の投資勧誘規則が、主語としては、顧客が理解できないものは売ってはいけない。前提として、業者は理解しているということになっているような気がします。このあたりを教えていただけますでしょうか。

川口報告者 FINRAの規則は、業者が売べき商品を理解していないとだめだというものですね。商品の理解もしていない状況で売るとはけしからぬという意味であると理解しています。

中東委員 私もこの規定を見てそのように思ったのですが、日本の投資勧誘規則では「協会員は・・・当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは」という書きぶりになっているので、ご質問した次第です。

川口報告者 そういう意味では、同じものではない可能性があるということですね。

太田委員 「新たな有価証券等・・・の販売・・・を行うに当たっては」というのが始まりなので、新たな金融商品の販売をこれから開始しようというときに、おおよそこれについて適合する顧客がいなさそうだというものについては販売してはならないという、新たに開発する金融商品とか、そういうものについての規制ではないかと、今、見ていて思いました。いかがでしょうか。

川口報告者 合理的根拠適合性と言いながら、アメリカで言われているものとは違う性質のものということですね。

太田委員 少なくとも、「新たな」が入っているところは違うのかなとは思っています。

川口報告者 協会のご見解はいかがでしょうか。

三森オブザーバー 証券業協会の三森と申します。

今、太田委員のおっしゃったとおりでございまして、これまで販売したことのないような新しい性格の商品をこれから当社で扱おうとするときには、それを販売するのに適合した顧客がいないのであれば、それは販売してはな

らないという趣旨で規定させていただいております。

前田副会長 適合性原則で考慮すべき4つの要素の関係について、ご報告の中で、1つでも欠ければ勧誘が禁じられるのかという問題を取り上げられました。

規定の文言を見ると、確かに川口先生がおっしゃるように4つの要素は「及び」でつながっていますが、これらに「照らして」と言っているだけでですので、文字どおり考慮要素を示しているだけであって、4つの要素を考慮した上で全体として適合性が確保されていればいいというように読めるし、実質もそれでいいように思うのです。

川口先生は、4つの要素のうち「知識」と「経験」のところに関しては、例えば「経験」は乏しいけれども豊富な知識があれば適合しているという判断はあり得るとおっしゃいましたので、あるいは川口先生も、4つの要素は1つ1つが適合していないといけないというのではなくて、4つの要素を考慮した上で全体として適合していたらよろしいという考え方に立っておられるようにも思った次第です。

具体的には、例えば顧客の投資目的が安定志向であるにもかかわらず、勧誘する商品はある程度リスクを伴ったものである。しかし、資産が潤沢でリスク負担能力は高い。これらの要素を総合的に考慮すれば、全体として適合しているということもあり得るのか、4つの要素の関係についてご教示いただけるでしょうか。

川口報告者 私自身も、どれか1つだけ欠けたら勧誘ができないというのはおかしいと思っていましたが、条文上は「及び」でつながっているのです。そのように解せざるを得ないと報告させていただきました。しかし、「及び」でつないでいますが、「に照らして不適合」とありますので、前田先生のご指摘のように、これによって、総合的に判断できるといえるかもしれません。

神作委員 きょうお話しいただいた適合性の原則の適用範囲についてのご質問です。

アメリカのFINRAのルールを拝見いたしますと、適合性の原則に関する

FINRA のルールが適用される場合は、6 ページの 2111 条によりますと、顧客にとって適合的なものでなければいけないというのは「リコメンドされた」取引とか投資戦略についてということとされており、推奨という要素が入っているように思います。同様に、欧州の MiFID を拝見すると「providing investment advice or portfolio management」と規定されていますので、ここでも投資助言とか資産運用など、やはりアドバイスをしたり、いわば受認者として業務を提供したりする場合が対象にされています。このように、アメリカにおいても EU においても、いわば受認者的な立場に立つ場合に限り suitability rule が適用されているように思われますが、日本の適合性の原則はもっと射程が広がっていると思います。

そこでご質問です。欧米における suitability rule は、少なくともきょうご説明いただいた部分は、助言者的な地位にあるといたしますか、恐らく私法的にも割と重い注意義務とか忠実義務を負う場合を念頭に置いて書かれているように思います。それ以外の一般的な金融商品サービスとりわけ金融商品の売買についても、同様の suitability rule が適用されるのでしょうか。逆に、例えば保有資産がどのような状況かというのは、確かに適切な助言をしたり、適切な資産運用をするためには、前提となる必要な情報であると思います。しかし、単なる金融商品の販売の場合には、買い手の資産状況を知らなければ販売できないというのには、商品の性質にもよりますが、一定の限界があるように思います。そうすると、同じ「適合性原則」という言葉を使っているとしても、欧米と日本のルールでは射程が随分違うように思いますが、いかがでしょうか。

川口報告者 MiFID2 では、投資助言を伴う場合と、それを伴わない場合を分けて規制をしています。その上で、前者の助言を伴う場合にはかなり厳格なルールになっております。前者では、不適合な勧誘ができないわけですが、後者では、警告を発すれば足りるとなっています。確かにその部分は使い分けているわけで、助言に重きを置いていることは間違いのないところです。

ただ、ここにいう助言は、必ずしも投資顧問のようなものだけを対象とす

るものではないようです。そこで、本日は、勧誘行為がこれに入るとの前提で、お話をさせていただきました。

神作委員 アメリカについてはいかがでしょうか。リコメンドという言葉はどのように解釈されているのでしょうか。

川口報告者 これは勧誘を含むものと理解されているのではないかと思います。

神作委員 「勧誘」よりはもうちょっと、「推奨」的な要素があるようにも……。

加藤委員 リコメンデーションと評価される行為の範囲については勉強したことがあって、たまたま手元に資料があるのですが、FINRA のルールには明確な定義がないですね。確かに、「勧誘」というよりは、神作先生のおっしゃるとおり「推奨」と訳したほうが適切なのかなという印象があります。ただ、境界領域が明らかとはいえず、ブローカー・ディーラーと顧客との間のコミュニケーションが分厚ければ分厚いほどリコメンデーションに該当するという程度の話で、意図的に不明確な規定になっているというのがアメリカの状況ではないかと思います。

川口報告者 レコメンデーションは、かなり広い概念と解されていると思います。そこでは、勧誘行為も入るのではないかと考えております。

前田副会長 ほか、いかがでしょうか。松尾先生、途中でお名前が出ていましたが、いかがでしょうか。

松尾（直）委員 私は長くなるので、最後にしようと思っていたのですが。

いろいろ勉強させていただきました。ありがとうございます。平成18年、今から10年ほど前の証券取引法から金融商品取引法へ移行するときに考えていたことと、今いろいろ実務経験を踏まえて考えることを分けて申し上げたいと思います。

まず第1に、顧客に関する調査義務について、ご指摘いただきました。当時、金融庁の事務局に何か特段の知見があるわけではなくて、金商法制を整備したときは、1999年の当時大蔵省金融企画局時代の金融審議会第一部会

ホールセール・リーテイルに関するワーキンググループ・レポート（平成11年6月22日。WGレポート）や第一部会「中間整理（第一次）」（平成11年7月6日）で非常に詳細な議論がされておりました、それを踏まえたものです。

今回、MiFIDに入っているとご説明いただいた、例えば顧客に警告を発する義務とか、こういう投資はやめたほうがいいですよと助言する義務とかをどう考えるかということは、当時既に日本でも議論されておりました（WGレポート55頁～57頁）。金商法を法制化するとき、金融審議会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（平成17年12月22日）には明確には書いていないのですが、新たな義務を入れると、既存の義務との関係などについて混乱するので、新たな義務はできるだけ入れないようにしようという方向で考えておりました。これは一般論です。

ちょっと脱線しまして、保険業法の世界では、野村修也先生が座長の金融庁の「保険商品の販売勧誘のあり方に関する検討チーム」の「中間論点整理～適合性原則を踏まえた保険商品の販売・勧誘のあり方」（平成18年3月1日）において、「保険会社が顧客のニーズに合致した保険商品の販売・勧誘を行うという意味での適合性原則が重要」と指摘された上で、保険商品が顧客のニーズに合致することを確認する書面（意向確認書面）の導入が提言され、その後、最近の平成26年保険業法の改正で保険会社の「意向把握義務」及び「情報提供義務」などが導入されて、保険業法の世界ではいろいろ新しい義務が入っています。私はやや批判的なのですが、金商法はそういうことをしないようにしようと当時は考えておりました。また、当時、保険業法の世界でも適合性原則が言われていましたが、内容が違うので、そういうことに余り左右されないようにしよう。あくまで金商法は金商法として考えるということでありました。

ですから、顧客を知る義務については、たしか議論はあったと思いますが、そういう方針と、第2に日証協さんの自主規制で間に合っているので、わざわざ法令に書く必要はないと考えておりました。今、実務経験をして振り返っ

てみますと、もし入れると、貸金業法の例をいただいて大変わかりやすいと思いますが、あくまでも契約を締結しようとする場合ということになっています。勧誘と絡めて顧客を知る義務を入れると、実務的に大変難しいことになる。

なぜかという、現在の実務では、例えば証券取引口座の開設の勧誘は、私の理解では個人については投資信託であるMRFの勧誘だと解されています。個人については、口座がMRFなのです。もしそこに適合性の原則を入れると、お客さんのことを何も知らない段階では、口座の開設の勧誘もできないということになりかねない。あと、実務上、お客さんの勧誘をする前に「あなたのこれは何ですか」といろいろ聞くと、お客さんが嫌がるおそれがあります。ということで、実務上、大変支障が生じかねない。

顧客を知る義務の入れ方が、日証協さんはあくまで証券の世界だけなので、金商業者全体に入っていませんので、仮に入れることを考える場合には、今の勧誘に絡めて Know Your Customer はちょっと難しいのではないかと思います。この辺は、今の川口先生の話で、後でご見解をお伺いしたいと思います。

次に、4ページでございます。私の公共性は何かと。この平成19年7月31日付パブコメ回答414頁・415頁No.4は非常に悩みました。結局、おっしゃったとおり「業者は取引を拒まないといけない」とは書いていないのです。これはそういう意味です。なぜかという、「業者が拒まないといけない」と言うと、お客さんはその金融商品をほしいわけですので、実務上トラブルになりかねないということで、そういう解釈にはしておらず、ある意味で曖昧にして、実務的な対応に委ねたという考え方です。当時、このパブコメ回答を考えた際は、公共性とか、今はよくわからないことを言っているようですが、たしか記憶によると。ただ、さはさりながら、拒むことができるといっても、やはり相当な努力を尽くしてくださいという、事実上の努力義務を課しているというのはご指摘のとおりだと思います。[松尾（直）注：「座談会 金商法政令・内閣府令パブリックコメントを読み解く（下）」（金融法務事

情 1817 号 (2007) 20 頁～ 22 頁参照)

お客さんの虚偽申告につきまして、結局、調査義務があるかどうかということですが、調査義務はありません。これについては金商法では一貫しております。例えば機関投資家が要件を満たしているかどうか、例えば純資産 100 億円以上かどうか自主申告ですし、パブコメ回答 202 頁・203 頁で、特定投資家の個人の純資産要件・投資資産要件の調査義務はないと回答しておりますので、それと同じように調査義務はない。ただ、顧客の申告が明らかに不正確である場合に、それに依拠して勧めることは、適合性原則違反にならなくても、平成 18 年改正で新設された金商法 51 条、51 条の 2 という、法令違反がなくてもオールマイティーな業務改善命令権限がありますので、そこは余り法令違反になるかどうかを厳密に詰めても仕方ないということで、銀行法 26 条と同じような世界になっています。

先ほど神作先生からご指摘があったように、私も FINRA のルールを見ていて、5 ページの口座の opening and maintenance ということで、勧誘になっていないということは気づきました。6 ページの「商品を知る義務」ですが、そもそも商品を知らないとお客さんに不適合かどうか判断できないではないかということで、これは当時そこまで考えていたということではなくて今の見解ですが、川口先生がご指摘のとおりではないかと思えます。顧客に適合した勧誘をするには商品の理解は大前提ということで、日証協さんの合理的根拠適合性についても、そういう前提だと思えます。

私は日証協さんではないのですが、先ほどご指摘のあった、6 ページで「新たな」に限定された趣旨は、どこの証券会社も、恐らく、新商品検討委員会みたいなものをつくられて、新商品については適合性があるかどうかをチェックされていると思います。このルールが入ったのは最近ですから、過去にさかのぼって全ての商品について改めてチェックするのは大変だろうなという考慮から、新たなものに限定されたのではないかと推察しております。三森さんに後でご説明いただければと思います。

8 ページです。先ほどご説明の中で、財産の状況については最も重視され

るべきだという見解があるとお伺いしました。「判例タイムズ」1232号(2007)に大阪地裁の堀部裁判官という方が解説(「証券取引における適合性原則について」)を書かれて、適合性原則の裁判例を分析されています。最高裁平成17年判決の分析もされていて、私は個人的にはこれは非常に優れているなと思っています。堀部裁判官は、経験が一番大事だと。「経験があれば知識がある」とおっしゃっています。私もそうだろうと思います。

なぜかという、日本の場合、預貯金中心の高齢者で財産をいっぱいお持ちの方が多数おられます。財産が多いから適合していいのかということとそんなことはない、やはり財産の状況が多いことが一番重視されるべきだという見解には必ずしも同意しかねるのですが、川口先生のご見解をお伺いしたいと思います。

9ページの「及び」「又は」です。立案のときは、証券取引法が「及び」だったので、別に深く考えずに「及び」にただで、それ以上は考えていませんでした。今にして思いますと、「及び」という以上、「照らして」なので、全部考慮しないといけないということだと思います。ただ、解釈論として、仮に「及び」ではなく「又は」であっても、1つ考慮して全体の適合性がないと判断されれば勧誘は禁止されると解されるというのは、川口先生の指摘のとおりではないかと思しますので、「及び」でも「又は」でも、結論は余り変わらない。これは今考えてみたことですが。「又は」というのは「or」だけでなく「and」も入りますので、全要素を考慮する場合でも、別に「又は」でも構いませんので、余り変わらない。「及び」という趣旨は、全部考慮しないといけませんよということだろう、趣旨を強調するためだろうと思います。条文の書き方として、あくまで「照らして」「禁止」なので、不適切な勧誘を禁止しているものですから、「又は」でも別に弊害はないのではないかと思います。

9ページで、私は、「いかがでしょうか?」「どうですか?」ということをはだめと助言していますから、こういうことを言うと勧誘には該当し得ると考えられます。

顧客の依頼に応じてその限りで商品の説明を行うというのはどういう場面
を想定しているかといいますと、証券会社がお客さんを勧誘するときに、例
えばアセットマネジメント会社の職員で、外務員登録のない人が同席するよ
うな場合です。商品の内容はアセマネ会社の職員のほうがよくご存じなわけ
です。そのときに、お客さんから質問があった。アセマネの人が答えてはい
けないのか。答えてもいいのです。ただ、それはあくまでも勧誘ではなく質
問に答えての情報提供だという趣旨で書いています。答える人が「うちの商
品、いいでしょう。どうですか？」と言ってはだめです。

金融庁・証券取引等監視委員会が平成 20 年 2 月に出した Q & A（「金融商
品取引法の疑問に答えます」）では、そういう場面については証券会社の人
がいるので、全体として証券会社が関与しているというふうに考慮すればい
いという解説が出ていますが、私はちょっと違ってきます。これは「金融法
務事情」1831 号（2008）に論文（「金融商品取引法の解釈について」）に書
いているのですが、それでも勧誘は証券会社の人だけがやって、アセマネ会
社の人には直販の第二種業の登録を受けていない限り、外務員登録がない限り、
事実上勧誘に見られる行為をしてはいけませんという解釈をとっております。
それがいいかどうかはご判断だと思いますが。

あと、積極的な購入希望が出された場合、販売は禁止されるか。これは、
先ほどのパブコメ回答と同じく、実務的には曖昧にしているところです。で
は本当にこういう場面に勧誘がないと言えるかというのは、なかなか難しい
のではないかと。売っているわけですからね。勧誘と販売は概念上、分けてい
ますが、金商法上は勧誘と契約締結行為しかないのです。勧誘なしの契約締
結行為というのはあり得るのかということで、実務的にはどうかかなと思っ
ています。

10 ページの、取引後に顧客の事情が変わり、商品・サービスが不適合とな
った場合は、むしろ助言義務と言われるものの世界だと思っています。マイカ
ル債に関する裁判例においては、まさに川口先生ご指摘のとおり、高度の信
頼関係などの特段の事情があれば助言義務が発生し得るけれども、そうでな

い限りは発生しないということで、高裁レベルでは、結論的には否定されていると理解しております。

10 ページの下のほうに機関投資家さんのことが書いてあります。今は民間人なので自由に言います。平成 18 年改正で信用組合は届出制になっていますが、信用金庫は届出制になっていないのです。金融庁監督局は大変心配しておりまして、届出制にしたかったのですが、信金協会の方には申しわけないのですが、信金協会が反対された。「我々はプロだ」ということで、そのままになっている。

むしろ、アメリカのインスティテューショナルアカウントの概念がどうかというのはあると思います。日本の適格機関投資家の概念は非常に明確で、もし積極的な表明が必要であれば、適格機関投資家になるためには届出が必要だとか、そのようにするのも一案かなと思います。

11 ページのここは、ご指摘のとおりです。ここについておかしいなというご指摘は、当時、関西の大証さんがやられていた証券取引法研究会で取り上げられて（証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討〔1〕』別冊商事法務 No.308・162 頁）、私も読んで、そうだよなと思いました。「より」ではなく「踏まえて」のほうがよかったというのはご指摘のとおりであります。

なぜこういうことを書いているかということ、与党審査や国会審議のときに、かなり「一般投資家が自由に特定投資家になれるのはおかしいじゃないか」と与党からも責められまして、苦肉の策と言っははいけませんが、「そうだ、適合性原則を使おう」と考えたような覚えがあります。国会答弁でそういう答弁をして、それをそのまま本にして出してしまったということで、これは川口先生のご指摘のとおりで、大変申しわけございません。

12 ページの「業務の状況」です。当時、川口先生ご承知のとおりだと思いますが、これは行為規制であると解釈しています。当局がそういう解釈を示している。これも苦肉の策と言っははいけないのですが、正当な解釈でございまして、なぜそういう解釈をしたかということ、2 ページの証取法 43 条のときは「業務の状況」だったのです。ところが、金商法のときは、さらに

「業務の運営の状況」になってしまって、これは事務方としては納得していなかったのですが、内閣法制局のご指摘で、そうになりました。このまま放置しておくとな行為規制と呼ばれなくなるおそれがあるので、これは行為規制だという解釈をあえて公にしたということでございます。

金融庁さんも証券取引等監視委員会さんも、1回の違反で直ちに行為規制違反で処分可能なようにしておりましたが、処分例が少ないのは、ご指摘のとおり個別ケース性が強過ぎるので、恐らく認定が難しく、むしろ裁判例のほうでよく使われているということだろうと思っています。

長々と済みません。幾つかご質問させていただいているので、よろしくお願ひします。

川口報告者 多岐にわたりお話をありがとうございます。

新たな義務を導入すると実務が混乱するというお話ですが、確かに、実務感覚では重要なところですが、混乱するというだけでは理由にはなりにくいような印象を持ちました。

業者に応諾義務があるのかという点について、座談会を読ませていただきました。確か、一部の銀行のコメントに対する回答で、一般化してもらっては困るということをおられます。公共性についてですが、銀行であれば、顧客との取引について、一定の応諾義務というものを導くことができるかもしれません。銀行が預金の受け入れを拒むというようなことは、家に置いておくと火事で燃えてしまったりする可能性もありますので、顧客のために受け入れる必要があるという見解もあり得るかもしれません。しかし、証券投資、特に、高いリターンを求める投資について、それを応諾しなければならないことはなく、さらに、顧客の調査義務も、要らないのではないかという気もします。

顧客の属性に関する4つの要素のうちどれを一番重要視するかという話ですが、京都大学の潮見先生などは財産の状況を重要視されています。先ほど、松尾先生がおっしゃったような裕福な人を念頭に置いているわけではなく、むしろ、裕福でない人を念頭に置いた議論ではないかと思います。年金生活

をしているような人にリスクの高いものを勧誘すると、ある意味で生存権の侵害に近いようなことにもなりかねず、この点で、より重視すべきという立場と理解しております。私も、どちらかといえばこの意見に賛成です。経験が重要と言われたのですが、私は、それほど重要性があるのかと思っています。経験がないと、結局何が困るかという、財産が侵害されるのが困るというのではないのでしょうか。海外でもリスクに対してそれを許容できる能力があるかどうかという点が、重要視されているように思います。

勧誘がない販売があるのかという話ですが、それはあるのではないのでしょうか。例えばネット取引などは勧誘がないわけで、金商法上もそういう取引があることを前提としているはずです。顧客が自ら商品を選択し、注文を出すような場合、勧誘がないという場面も想定できるように思っております。

それから、販売資料を渡して、その後「いかがでしょうか?」「どうですか?」と加えたという場合ですが、これもケース・バイ・ケースで判断せざるを得ないところですね。もともと勧誘の定義自体が難しいわけですが、ここでは、契約の締結の意思に何らかの影響を及ぼすような行為が勧誘だと捉えれば、「いかがでしょうか?」「どうですか?」と言われても、契約の締結の意思に影響がなければ、勧誘はなかったと言えるでしょう。それに影響されたのであれば勧誘になるという話なのかなと思いました。

特定投資家への移行手続きで適合性の原則が適用されるのかという点につきまして、ご指摘のように、少し前の大阪の研究会で議論になりました。そこでは、肯定的な意見が有力でした。全体として判断すれば良い、あるいは、「金融商品取引行為について」のなかで読み込めるという意見が出されてきました。私はずいぶん分が悪かったのですが(笑い)、あらためて考えると、金融商品取引行為は明確に定義されています。金商法34条ですが、それは金商法2条8項各号に掲げる行為とされています。したがって、やはり、特定投資家への移行の勧誘をこれに読み込むのは難しいように思います。今回の報告を利用して、問題を蒸し返してみたのですが、松尾先生に支持し

ていただいて、少し安心しました（笑い）。

最後の、適合性の原則違反についてなぜ処分例が少ないのかという点について、お教えいただきましてありがとうございました。現行法は、「業務の運営の状況」に関する規定であり、本当に分かりにくい規定になっています。他の法律のように、適合性の原則を行為規制だと明確にするほうが良いのではないのでしょうか。先駆的にやってきた法律が後からできた法律に従うというのは（笑い）、難しいところがあるかもしれません・・・。

松尾（直）委員 勧誘があるかないかというのは、確かにネットの場合は勧誘がないという前提です。先ほど申し上げなくて恐縮ですが、私は対面の場合を想定していて、対面の場合は本当に勧誘がないかということはあろうかと思えます。ただ、世の中に絶対はないので、勧誘がない場合はあり得ないということではないと思えます。

8ページの「財産の状況」については、潮見先生のご趣旨がよくわかりました。私は高齢者の財産の多い人を想定していたものですから、そういう方々を想定した場合にはそうかもしれませんが、いかに知識、経験が豊富であっても、財産が年金というだけで……。でも、年金だけでは投資する資金は実際にはないので、レバレッジをきかせた投資、FXとかになると、ちょっとそうですね。やはり適合性が厳しく見られるというのはご指摘のとおりかもしれません。

11ページの金融商品取引行為の解釈については、私もそのとおりで、また言いわけをすると、一般に、国会答弁というのは、質問が来て、その日のうちに答えなければいけない。翌日、局長が答弁すると議事録に載るので、それと違うことはもう書けないのです。そういうことなので、済みませんが、ご容赦いただければということです。増井さんはよく答弁されていたので、よくご存じだと思いますが。

条文の書き方は難しく、法律というのはそれぞれの条文の癖があります。加えて、証取法第1条の目的規定も金商法になって初めて改正したというぐらいで、なかなか改正されません。例えば、証取法第1条の「国民経済の適

切な運営」という社会主義的な条文を金商法第1条の「国民経済の健全な発展」という自由主義的な条文に、ようやく直したわけです。それは当時の最新の立法例を踏まえたものですが、なかなか各法令ごとの過去の蓄積と条文の書き方の癖があって、こういう改正をしてもいいのですが、明確になっていいのですが、結局、この金商法の世界も、行為規制をいろいろ追加はしていますが、体系的には10年前と変わっていません。そういう改正が行われない状況ですが、実際には私はご指摘のような改正をしてもいいと思います。きょうは金融庁さんはおられません、改正の機会は幾らでもあるのですから、頑張って少しぐらい改正してください。そのときはぜひ、私が神田先生に申しわけないと思っている説明義務を、内閣府令ではなくちゃんと法律に規定していただければと思います。金融庁の方々はこの議事録を読んでいるみたいなので、よろしくお願いします。

前田副会長 三森さん、今のご発言に関連して、お願いいたします。

三森オブザーバー 先ほど松尾委員からご指摘いただいたところで、6ページから7ページにかけての日証協の投資勧誘規則の3条3項でございます。規則を手当てしたのが5～6年前で、やや記憶の薄いところがあるのですが、当時はいわゆる外為証拠金取引等の問題に端を発しまして、デリバティブ取引全般の規制についての議論があり、またデリバティブ取引、いわゆる“生デリバ”だけでなく、それを内包するようなデリバティブ取引に類した仕組み債や投資信託についても、当時議論が波及しました。

先ほど松尾委員にご指摘いただいたとおり、「新たな有価証券等」というのは、先ほども私が申し上げましたが、それまで当社として扱っていない新たな商品ということで、おっしゃるとおり実務的なところも配慮の上、過去にさかのぼって、これまで扱っているものまですべて、合理的根拠適合性の検証をするというところまでは求めておりません。

前田副会長 それでは、ほかの点につきまして、いかがでしょうか。

太田委員 川口先生に2点ほど質問させていただければと思います。

1点目は、9ページから10ページにかけての、先ほど来問題になっている、

顧客から積極的な購入希望が出されたけれども、結果として不適合である場合に、警告ぐらいはしないと、仮に適合性の原則のほうではひっかけられなくても、誠実義務違反としてひっかけることはできるのではないかということですが、これは私も結論的に妥当ではないかと思います。

しかし、10ページに書かれている、事後的に事情が変わって商品・サービスが不適合となった場合についてなのですが、こちらも勧誘行為自体はないということはおっしゃるとおりだと思いますが、顧客に対する誠実義務を問うことも困難ではないかというお話でしたが、これについてはやや疑問を持ちました。虚心坦懐に考えた場合、後者のほうについて、顧客の事情が変わって不適合になったというときに、それを取引の担当者が全く知らなかった場合には特段何もする義務はないのは当然だと思いますが、不適合になったということを取引の証券会社の担当者等が具体的に知った場合にはどうなのでしょう。例えば、さっきの話ではないですけれども、この人はかつては非常にたくさん財産を持っていたけれども、オレオレ詐欺とかにひっかかって年金生活者になってしまったとか、そういう状況を証券会社の担当者等が明らかに知っていた場合のことを考えると、本当に誠実義務違反にならないと言い切っているのかどうか、やや疑問に感じます。顧客の側が積極的な購入希望を出していた場合との比較でいうと、どうであれ、そちらのほうは自分で積極的に買いたいと言っているわけなので、自己責任的な要素があると思うのですが、取引後に事情の変更があった場合には、顧客の側でも「それを言ってくればやめたのに」というようなことがあるような気がします。

つまり、結論としては、具体的に事情変更を知っていた場合に関しては、むしろこちらのほうを誠実義務とかのほうで救うべきなのかなと思うのですが、いかがでしょうか。もっとも、これはあくまで実務的な感覚なのですが。

少なくとも、この両方のケースでは結論をそろえてもいいように思ったものですから、この両方で結論が少し違っている理由について、先生のほうでどういうお考えなのかを1点お伺いしたいと思います。

もう1つは、8ページの顧客の理解力のところです。顧客の判断能力の低

下は、確かにこの4要素では読めないと思います。他方、例えば、銀行にお勤めでかつては知識があったけれども、認知症にかかって知識を思い出せないということになると、かつては知識があったけれども、現在はもう知識を忘却しているので、現時点では知識自体が「ない」という解釈はできないものなのかと思います。そのあたりはどのように考えればいいか、先生のご見解をお伺いできればと思います。

川口報告者 認知症になった場合は、行為能力等の問題として、別途そちらのほうで対応したほうがよいのではないのでしょうか。

顧客が不適合であることを知った場合、取引の前後で、誠実義務の適用に違いがあるのは適切ではないというご意見でしたが、取引後も、業者に義務を負わせる必要があるのでしょうか。何らかの関係が続いていて、顧客の利益を保護する必要性が高まっている状況で、初めて誠実義務を問えるように思います。投資判断に影響を与える投資勧誘の場面と、既に投資判断が済んだ場面とで、業者の責任も異なり、両者に温度差をつけたところですよ。

山田委員 遅くなったので、あるいは同じ質問があったかもしれませんが、お許してください。

私も、助言義務と警告義務、そして適合性原則の関係についてお伺いしたいと思います。現行法上、なかなか助言・警告義務は、判例法上も認められにくいと思います。例えば、ある顧客が信用取引をしていて、外的な要因、リーマンショック等で、信用取引で物すごく損失が拡大した。その結果、量的な適合性という観点から、資産をはるかに超える損失が発生したという客観的な状況が変わった場合、つまり適合性の原則の幾つかに複合的にヒットした場合、それが例えば先行行為とか、もしくは適合性の原則そのもので助言・警告義務を基礎づけて、その段階で「あなたはこれ以上やると資産を全て失います」とか「損失が非常に拡大します」ということを証券会社の側が知っていて、それを伝える義務（助言・警告義務）の前提として、このような適合性の原則違反というのが結びつくかどうか。

もう少し言いますと、さらに助言・警告義務が知る義務と結びつくのであ

れば、中止勧告義務というところまでいくかどうか。つまり、もうこれだけの外的な要因、市場の変化、例えば法人でも個人でもいいですが、資産規模に比べて非常に損失が拡大して、追証も発生している。こういう状況でさらに取引を継続させるということは、証券会社は当然知っている。そういう場合に、中止勧告義務というのは判例法上難しいというお話でしたが、知る義務等の適合性の要素からそのような義務を導くことができるかどうか、先生のお考えをお伺いしたいと思います。

川口報告者 今のお話は、新たに商品を勧誘するというものではなく、既に持っている商品について、売ったほうがよいのではないかというような警告義務があるかという話でよろしいですか。

山田委員 はい。

川口報告者 それは先ほどの話と同じになるのかもしれませんが、新たに勧誘するという段階においては、不適合であるという情報を知っていれば、それは勧誘してはならないという話になるのでしょうかけれども、その後、販売した商品について警告義務まであるかといわれると、それを認めるのは難しいのではないのでしょうか。サービスとして忠告することはもちろん結構なのですが、法律上の義務まで高めるのは難しいのではないかと私は思います。我が国の適合性の原則が勧誘規制として規定されていることから考えると、なおさらです。そうすると、誠実義務ということになりますが、これも難しいというのは先ほど述べたとおりです。

山田委員 基本的には今のでお答えいただいたと思っていますが、例えば勧誘のときだけ説明義務ないし適合性の原則が適用されるのかということで、当然、これは顧客の状況が変わったということであっても知る義務の対象にはなり得る。さらに、商品のリスクが非常に高い、平成17年判決のようなオプションの売りとか、こういうときに何年に一遍とかの物すごい市場の変化が起きて、これは危ないということを認識していた場合、果たしてそのような適合性の諸要素が、助言・警告義務を基礎づけないかというご質問です。

川口報告者 山田先生もご承知のように、ドイツでは非常に厳格な規制があ

りますね。先生のご意見は、これを背景にされているかと思いますが、日本では難しいのではないのでしょうか。経済状況の変化も、基本的に投資者が自己責任で対処すべきもののように思います。

松尾（健）委員 今のと関連する質問なので、最後に手短かに。

お配りいただいた監督指針の1枚目、39ページの2-3-1「適合性原則」の（1）の②で、顧客の取引実態の的確な把握というのがあり、口座ごとの損益なども把握しなさいということになっています。このことと関係するのかわかりませんが、以前聞いたところでは、インターネット取引（ここにはインターネット取引については特に細心の注意を払えと書いてあって、インターネット取引への適用も当然想定しているのだと思います）に関しては、例えば信用取引で追加の証拠金が発生して、追加資金を投入し、その結果、投入した総額が当初申告していた投資可能金額を超えた場合には、業者のほうから確認するようにしていると伺ったことがあります。きょうの先生のご報告だと、適合性原則の名のもとにそういうことを要求しているのはおかしいということになるのでしょうか。

それから、これはどなたか実務家の方にお聞きしたほうがいいのかもしれませんが、例えばそのときに、当初、顧客は投資可能金額が500万円と申告していて、口座に600万円入れました。投資可能金額を超えているということの確認に対して顧客がリアクションをしなかったときに、取引停止とかそういうところまで取引ルールを定めているのか。定めていないと、監督指針に抵触することになるのかということをお聞きしたいと思います。

川口報告者 ご指摘の監督指針は、適合性の原則に関するものとして定められたものです。そこでは、金融商品取引業者は、金商法40条の規定に基づき、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要があるとした上で、そのために着眼点として、先ほどの、顧客の取引実態の把握などが規定されています。したがって、あくまで、適切な勧誘を行うための取引実態の把握が必要ということではないのでしょうか。

松尾（健）委員 口座開設のときにはそうだと思いますが、個々の取引につ

いては、インターネット取引の場合は、先ほどおっしゃったように勧誘はないということになると思います。適合性原則は勧誘に関する規制であるという考え方を厳格に貫くと、取引後にこういうことをやれというのは同原則に含まれないのではないかというのが疑問です。

川口報告者 金商法の規制が勧誘規制だということを前提にすると、それに関連しない状況の把握であれば、それは行き過ぎではないかと思います。次に勧誘する際に、その取引状況を把握して、適正に適合したものを勧誘せよという規制であれば、これに当てはまるのではないかと思います。

前田副会長 まだ議論があると思いますが、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。川口先生、どうもありがとうございました。

次回の研究会につきましては、お手元の「議事次第」にございますように、3月22日、火曜日、午後2時から、神作裕之先生からご報告をいただくことになっています。

また、次々回以降につきましては、これまでの慣例上、水曜日を基本に報告者の先生方のご都合を優先して、議事次第に挙げた予定で計画させていただいております。ご都合が合わない先生方には申しわけございませんが、ご了解をいただければと思います。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

「適合性の原則」（金融商品取引法研究会報告）2016年1月27日

同志社大学 川口恭弘

はじめに

「適合性の原則」＝証券規制のなかで誕生・発展

- ・他の業法等にも拡大される傾向
 - ・「適合性の原則」の重要性が再認識
 - ・金商法上の規定内容が踏襲
- ・欧米における規制の整備が進展

→金商法上の「適合性の原則」の総合的検討を行う意義

*今回は、民事責任については、検討対象外

1 規制の内容と沿革

(1) 条文

・金商法 40 条

金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない。

① 金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること。

* 「勧誘」規制＋「業務の運営の状況」に関する規制

* 考慮要素 ①知識、②経験、③財産の状況、④金融商品取引契約を締結する目的（投資目的）

(2) 沿革

・大蔵省証券局長通達「投資者本位の営業姿勢の徹底について」（昭和49年12月2日蔵証2211号）
「投資者に対する投資勧誘に際しては、投資者の意向、投資経験および資力等に最も適合した投資が行われるよう十分配慮すること」

* 「最も適合した投資」であることを要求

* 「(十分な) 配慮」で足りる

・証券監督者国際機構 (IOSCO) の行為規範原則

〔第四原則〕 顧客に関する情報

「業者は、サービスの提供にあたっては、顧客の資産状況、投資経験および投資目的を把握するように努めなければならない」

*顧客情報の把握義務（直接に適合性の原則を定めるものではない）

- ・証券取引審議会不公正取引特別部会報告書「証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について」（平成3年6月）

「昭和49年の証券局長通達『投資者本位の営業姿勢の徹底について』等において、その趣旨が明らかにされているが、これを『証券会社の健全性の準則等に関する省令』等に規定し、法令上の根拠を明確にすることが適当であると考えられる。」

- ・平成4年改正証取法54条

大蔵大臣は、証券会社の業務の状況が次の各号のいずれかに該当する場合において、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の限度において、業務の方法の変更を命じ、3月以内の期間を定めて業務の全部又は一部の停止を命じ、その他監督上必要な事項を命ずることができる。

① 有価証券の買付け若しくは売付け又はその委託について、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなり、又は欠けることとなるおそれがある場合

*考慮要素 ①知識、②経験、③財産の状況

*経営保全命令の対象

- ・平成10年改正証取法43条

証券会社は、業務の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、業務を営まなければならない。

① 有価証券の買付け若しくは売付け・・・について、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなり、又は欠けることとなるおそれがあること。

*保全命令の対象から証取法上の禁止行為に

- ・平成18年改正金商法40条

*考慮要素の追加 ④金融商品取引契約を締結する目的（投資目的）

(3) 日本証券業協会の自主規制

- ・「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（投資勧誘規則）3条2項

協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うように努めなければならない。

*当初から、考慮要素として、「投資目的」が規定

*顧客情報の把握義務も規定

↓

顧客カードの整備義務（投資勧誘規則5条1項）

①氏名・名称、②住所・所在地および連絡先、③生年月日（顧客が自然人の場合に限る）、④職業、⑤投資目的、⑥資産の状況、⑦投資経験の有無、⑧取引の種類、⑨顧客となった動機、⑩その他各協会員において必要と認める事項

- ・適合性の原則の具体化
 - ・勧誘開始基準（投資勧誘規則 5 条の 2）
 - ・高齢顧客に対する勧誘販売規制（投資勧誘規則 5 条の 3）
 - ・取引開始基準（投資勧誘規則 6 条） etc.

2 適合性の原則の前提となる義務

(1) 「顧客を知る義務」

法令では直接の規定なし

- ・金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（監督指針）Ⅲ－2－3－1
「顧客の属性等及び取引実態を的確に把握し得る顧客管理態勢を確立することが重要」
 - * 「顧客の情報」（属性等）と「顧客の取引実態」の把握
 - * 業者としての顧客管理態勢の確立を要求

- ・自主規制（前掲）

「顧客カード」による情報収集

* 貸金業法における「適合性の原則」（16 条 3 項）

貸金業者は、資金需要者等の知識、経験、財産の状況及び貸付けの契約の締結の目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って資金需要者等の利益の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、貸金業の業務を行わなければならない。

- ・調査義務（貸金業法 13 条 1 項）

貸金業者は、貸付けの契約を締結しようとする場合には、顧客等の収入又は収益その他の資力、信用、借入れの状況、返済計画その他の返済能力に関する事項を調査しなければならない。

◇ 「適合性の原則」に「顧客を知る義務」が含まれるか？

「顧客を知る義務」に違反して、不適切な勧誘を行った場合、金商法違反となるのか？

→顧客に適合した勧誘を行う前提として「顧客を知る義務」が存在？

- ・ FINRA Rule 2090 “know your customer” (NYSE rule 405(1)が前身)

Every member shall use reasonable diligence, in regard to the opening and maintenance of every account, to know (and retain) the essential facts concerning every customer and concerning the authority of each person acting on behalf of such customer.

- ・ MiFiD2 (Market in Financial Instruments Directive 2) article 25 section 2

When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall

obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, that person's financial situation including his ability to bear losses, and his investment objectives including his risk tolerance so as to enable the investment firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him and, in particular, are in accordance with his risk tolerance and ability to bear losses.

◇顧客が情報提供を拒んだ場合

「顧客の自己責任」か「勧誘の禁止」か？

・ Commission Directive 2006/73/EC (10 August 2006)

Article 35 section5

Where, when providing the investment service of investment advice or portfolio management, an investment firm does not obtain the information required under Article 19(4) of Directive 2004/39/EC, the firm shall not recommend investment services or financial instruments to the client or potential client

*個人顧客の平均像を想定するのではなく、無知識・無経験を前提とすべきという考えによる（顧客保護の色彩が濃い）

・ 金融庁「考え方」（平成19年7月）414頁4番

「業者が相当の努力を尽くしたにもかかわらず、当該顧客の姿勢に変化がなく、業者が顧客の適合性を確認することができないような場合には、業者は『適合性の原則』（金商法40条1号）に則して当該顧客との間の取引を拒むこともできる」

*拒否が可能

・ 業者に応諾義務はなく、当然のことを規定したのか？

（前提）業者に情報の把握について一定の努力義務

→金融機関の公共性を考慮したもの（との指摘）

（「座談会」金法1817号22頁（松尾発言））

*顧客カード 「『資産の状況』の欄は、当初記入することが困難な場合は、その後なるべく早期に記載すること」（規則5条による顧客カードの参照様式）

◇顧客が虚偽の申告をした場合

- ・ 業者が知り得なかった場合
- ・ 業者が知り得た場合

・ Commission Directive 2006/73/EC

Article 37 section3

An investment firm shall be entitled to rely on the information provided

by its clients unless it is aware or ought to be aware that the information is manifestly out of date, inaccurate or incomplete.

* 情報が「明らかに」不正確である場合以外、情報を信頼できる
→それに至らない場合は、顧客情報を信頼できる？

• FINRA, Regulatory Notice 12-25 (May 2012)

Q16. What constitute “reasonable diligence” in attempting to obtain the customer-specific information?

A16 . . . Moreover, absent “red flags” indicating that such information is inaccurate or that the customer is unclear about the information, a broker generally may relay on the customer’s responses. A broker may not be able to rely exclusively on a customer’s responses in situations such as the followings:

- The broker poses questions that are confusing or misleading to a degree that the information-gathering process is tainted.
- The customer exhibits clear signs of diminished capacity, or
- Other “red flags” exist indicating that the customer information may be inaccurate.

◇ 「顧客を知る義務」の履行の頻度

顧客情報は、時間の経過とともに劣化

→新たな勧誘段階における適合性の判断に適さない？

• FINRA Rule 2090 “know your customer”

Every member shall use reasonable diligence, in regard to the opening and maintenance of every account, to know (and retain) the essential facts concerning every customer and concerning the authority of each person acting on behalf of such customer.

• FINLRA, Regulatory Notice 11-02(Jan.2011) endnote 5

A broker-dealer must know its customers not only at account opening but also throughout the life of its relationship with customers in order to, among other things, effectively service and supervise the customers’ account.

• SEC Rule 17a-3

顧客記録の保存→3年に1度は情報を更新しなければならない

• SEC Release No.34-44992

「この規定は、自主規制機関の『顧客を知る義務』に適用されない。
事情によっては、それ以上に顧客情報を更新する必要がある場合もある」

• 顧客情報の収集義務は口座開設時に限らない

→どの程度の頻度で情報収集する必要があるのか？

・監督指針 Ⅲ-2-3-1 (1)

「顧客の申し出に基づき、顧客の投資目的・意向が変化したことを把握した場合には、顧客カード等の登録内容の変更を行い、変更後の登録内容を金融商品取引業者と顧客の双方で共有するなど、投資勧誘に当たっては、当該顧客属性等に則した適正な勧誘に努める・・・」

* 「顧客の申し出に基づき」 →業者側からの積極的行動は要求していない

* 「投資目的・意向」の変化のみが対象 → 「財産の状況」の変動は対象外

(2) 「商品を知る義務」

法令では直接の規定なし

◇ 「適合性の原則」に「商品を知る義務」が含まれるか？

→顧客に適合した勧誘するには、商品の理解は大前提？

・ FINRA Rule 2111 “suitability Rule” (NASD rule 2310 が前身)

A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile.

・顧客に適合すると信じるに足りる根拠が必要

3つの適合性が必要 (FINRA Rule 2111.05)

①合理的根拠適合性(reasonable-basis suitability)

投資物件が少なくとも一定の投資家に適合している

・投資物件の性質を理解する義務がある

・投資物件の性質を理解できない場合、勧誘が禁止される

②特定顧客適合性(customer-specific suitability)

投資物件が相手方の顧客に適合している

③量的適合性(quantitative suitability)

取引が全体として量的に適合している (口座を支配している場合に適用)

*②が適合していても、①が不適合であれば、適合性の原則違反に

(例) 勧誘する投資物件が顧客に適合していても、業者が当該投資物件の性質を理解できていない場合

*日本の金商法の場合→顧客に適合した勧誘を要求

・投資勧誘規則 3条 3項

協会員は、当該協会員によって新たな有価証券等(・・・)の販売(・・・)を行う

に当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない
→「合理的根拠適合性」を要求

3 考慮すべき顧客の属性

(1) 属性の判断時期

4要素（「知識」・「経験」・「財産の状況」・「契約締結の目的（投資目的）」）に照らして不相当と認められる勧誘の禁止

→4要素の適合性は勧誘の段階で判断される

・FINRA 2111 “suitability Rule”

A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.

・NASD rule 2310(b) (FINRA 2111 の前身)

information concerning a customer's financial status, tax status, investment objectives and any such information considered to be reasonable in making a recommendation

*顧客の属性＝適合性を判断するために収集・分析すべき情報として規定



詳細な具体例

→それ自体が顧客に適合している必要があるとは規定されていない

・MiFiD2 article 25 section 2

When providing investment advice or portfolio management the investment firm shall obtain the necessary information regarding the client's or potential client's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, that person's financial situation including his ability to bear losses, and his investment objectives including his risk tolerance so as to enable the investment firm to recommend to the client or potential client the investment services and financial instruments that are suitable for him and, in particular, are in accordance with his risk tolerance and ability to bear losses.

*適合した助言を可能とするための情報収集義務として規定



顧客の「知識と経験」「財産状況」「投資目的」に関する情報

*特に、「リスクの許容性」「損失負担能力」に関する適合性を重視

(2) 4要素の内容

「知識」「経験」「財産の状況」→顧客の実情
「契約締結の目的（投資目的）」→顧客の意向

・「知識」「経験」

*MiFID2（上記）では、一つのカテゴリーとして規定

*「知識」情報提供・説明により、不適合性が治癒する可能性あり

・「財産の状況」

*情報提供・説明によっても不適合性は治癒しない

*「損失負担能力」を含む（MiFid2）

・「契約締結の目的（投資目的）」

（例）老後資金の安全運用

余剰資金の積極運用

*「リスクの許容性」を含む（MiFid2）

*情報提供・説明により投資目的が変わる可能性あり

→投資目的が不適合な場合に、一切の勧誘が禁止されるべきか？

*他の要素

・「顧客の理解力」→実務上判断が困難という理由で盛り込まれず

（証券取引法研究会編・金融商品取引法の検討〔1〕（別冊商事 308号）9頁（黒沼報告））

*特定商取引法における「適合性の原則」

訪問販売等における禁止行為（特定商取引法施行規則7条）（平成17年改正）

2号 老人その他の者の判断力の不足に乘じ、訪問販売に係る売買契約又は役務提供契約を締結させること

3号 顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行うこと

・「判断力の欠如」が要素の一つに（同条2号）

→「通常の判断力があれば締結しないような、当該者にとって利益を害するおそれのある契約を締結させることは本号に当たる」（消費者庁次長等から各経済産業局長・内閣府沖縄総合事務局長あて（平成25年2月20日）「特定商取引に関する法律等の施行について」）

（例）・重度の認知障害者に対する住宅リフォーム契約を強いる行為

・一人暮らしの高齢者に対する新築代金に匹敵するあるいはこれを上回るような高額のリフォーム契約を締結させること

・「契約締結の目的」は規定されていない（同条3号）

（参考）「適合性の原則」の広がり

消費者基本法（5条1項3号）

消費者との取引に際して、消費者の知識、経験および財産の状況等に配慮すること

(例) 東京都

消費者の知識、経験及び財産の状況に照らして不相当と認められる契約の
勧誘・締結

→消費者に不相当な契約と認められる勧誘等(禁止行為)(25条1項1号)

・「取引量」FINRA rule 2111では、「量的適合性」を規定

→「過当取引」の規制

- ・誠実義務(金商法36条1項)違反
- ・顧客の意思を確認することなく、頻繁に顧客の計算において取引をしている状況
→是正命令の対象(金商法40条2号・金商業等府令123条1号)
- ・顧客カード等により知り得た投資資金の額その他の事項に照らし、過当な数量の
取引等の勧誘の禁止(日証協・従業員規則7条3項7号)

(3) 4要素のうち、一部のみを欠く勧誘

・最高裁平成17年7月14日民集59巻6号1323頁

「不法行為の成否に関し、顧客の適合性を判断するに当たっては、・・・具体的な商品の
特性を踏まえて、これらとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投
資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある。」

*不法行為の成否の判断において、4要素を総合的に判断することは妥当

*金商法上、4要素の一つを欠く勧誘は違法行為となるのか?

4要素は「及び」で繋がれている(「又は」ではない)

→条文上は、一つでも欠ければ勧誘は禁止されると解せざるを得ない?

4 「適合性の原則」の適用範囲

(1) 「勧誘」への該当性が問題となる場合

・「勧誘」に該当しない場合(松尾直彦・金融商品取引法〔第3版〕405頁)

- ①顧客の依頼に応じてその限りで商品の説明を行うこと
- ②顧客の個別の依頼に応じて受動的に単に販売用資料を顧客に交付すること

*説明や資料の交付のみでは「勧誘」に該当しない

→それに加えて、「いかがでしょうか?」「どうですか?」を付け加えた場合は?

・顧客から積極的な購入希望が出された場合(勧誘行為はなし)

→不適合の場合は、販売は禁止されるのか?

*金商法は勧誘規制として「適合性の原則」を規定

→勧誘がなければ適用されない

「顧客に対する誠実義務」(金商法36条1項)違反?

不適合であることを警告
→それでも購入希望があれば、販売は可能？

- ・ MiFiD2 article25 section3 (投資助言・ポートフォリオ管理以外の投資サービスを提供する場合の規制)

Where the investment firm considers, on the basis of the information received under the first subparagraph, that the product or service is not appropriate to the client or potential client, the investment firm shall warn the client or potential client.

- ・ 取引後に、顧客の事情が変わり、商品・サービスが不適合となった場合
→取引の中止・商品の売却の推奨義務があるか？
 - * 「適合性の原則」は適用されない
「顧客に対する誠実義務」を問うことも困難？
→顧客との間に、高度の信頼関係がある場合など例外的な場合に適用の余地あり？

(2) プロ投資家に対する適用

- ・ 特定投資家について適用除外 (金商法 45 条 1 号)
不適合な特定投資家の存在
→不適合であっても不利益は被らない (不適合な投資は行わない) と考えられた？

- ・ FINRA rule 2111(Suitability)

(b) A member or an associated person fulfils the customer-specific suitability obligation for an institutional account, as defined in Rule 4512(c), if (1)the member or associated person has a reasonable basis to believe that the institutional customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies involving a security or securities and (2)the institutional customer affirmatively indicates that it is exercising independent judgement in evaluating the member's or associated person's recommendations.

- * 特定顧客適合性について、「機関投資家」は基本的には適用除外
→ただし、条件あり

- ①機関投資家が投資リスクを評価する能力がある (業者がそのように信じる合理的根拠がある) 場合
- ②機関投資家側で、独立した判断を行っていると積極的に表明している場合 (新設)

- * 合理的根拠適合性・量的適合性は適用除外とならない
→業者に知識なし、投資家は機関投資家 (リスク判断可能)
→適合性原則違反となる (FINRA Regulatory Notice 11-02 at 5)

・一般投資家と特定投資家間の移行

一般投資家（選択により移行が可能な者）から特定投資家への移行

→告知義務は規定されていない

告知は可能→勧誘は可能？

→「適合性の原則（金商法 40 条 1 号）が適用されることに留意が必要である」

（三井他監修・一問一答金融商品取引法〔改訂版〕273 頁）

「例えば、知識・経験・財産の状況に照らして『特定投資家』として取り扱うことがふさわしくない顧客から『特定投資家への移行』の申出を受けた場合には、適合性の原則（金商法 40 条 1 号）により、当該申出を承諾してはならないものと考えられます。」（金融庁・考え方 196 頁 5 番）

* 「適合性の原則」そのものの適用か？

・考慮要素（知識・経験・財産のみ）

・「適合性の原則」（金商法 40 条 1 号）は「金融商品取引行為」についての勧誘→特定投資家への移行の勧誘は直接には該当しない？

* 監督指針Ⅲ－2－3－1（1）③

「金商法第 34 条の 3 第 1 項の規定に基づき、『一般投資家』である顧客より「特定投資家」への移行の申出を受けた際には、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして『特定投資家』として取り扱うことがふさわしいか否かを考慮した上で、承諾の可否について判断しているか。」

5 違反の場合の制裁

(1) 刑事責任

規定なし

(2) 行政処分

法令違反→金融商品取引業者に対する監督上の処分（金商法 52 条 1 項 6 号）

金融商品取引業者に対する業務改善命令（金商法 51 条）

（登録金融機関について、金商法 52 条の 2 第 1 項 3 号・51 条の 2）

* 外務員に対する監督上の処分（64 条の 5 第 1 項 2 号）は可能か？

課徴金の納付命令は対象外

自主規制違反→協会員に対する処分（金商法 68 条の 2・日証協定款 28 条）

従業員に対する処分（従業員規則 9 条以下）

* 処分例は少ない

・適合性の判断には幅があるからか？

顧客の情報を正確に把握することは事実上困難

特に「財産の状況」を把握することは容易ではない・・・

- ・「業務の状況」についての規定であるからか？
→組織的なものには対応できないのか？

金商法 40 条 2 号の「禁止状況」

→業者の業務運営状況が検証の対象とされてきた

「個々の行為が発生したこと自体をもって、即違法となるものではない。ただし、そのような行為が頻繁に発生するような状況が放置されることは好ましくないことから、業務の是正等、当局が必要な措置を講じるものである。」

(当時の登録金融機関の証券業務に関する規定(準用規定)について。尾崎他・商事 1718 号 25 頁)

- ・泉証券株式会社に対する行政処分(平成 16 年 3 月 12 日)
 - ・取締役社長以下経営陣主導のもとに、日経 225 オプション取引を積極的に勧誘
 - ・オプション取引の知識が不十分なまま顧客に勧誘する営業員が多数いたにもかかわらず、これらの営業員に対してオプション取引の仕組みについての十分な知識の付与を行わずにいるなど、営業員により顧客に適合しない不適当な勧誘が行われることを未然に防止するための管理体制の整備をしなかった
 - ・生計を主に年金収入に頼っており、株式の信用取引の経験さえない顧客に、当該オプション取引を勧誘した
- 業務停止命令+業務改善命令

*他の法律における「適合性の原則」

顧客等に不適当な勧誘による業務を直接に禁止

- ・商先法(215 条)
商品先物取引業者は、顧客の知識、経験、財産の状況及び商品取引契約を締結する目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って委託者等の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、商品先物取引業を行わなければならない。
- ・貸金業法(16 条 3 項)(前述)
貸金業者は、資金需要者等の知識、経験、財産の状況及び貸付けの契約の締結の目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って資金需要者等の利益の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、貸金業の業務を行わなければならない。
- ・信託業法(24 条 2 項)
信託会社は、委託者の知識、経験、財産の状況及び信託契約を締結する目的に照らして適切な信託の引受けを行い、委託者の保護に欠けることのないように業務を営まなければならない。

以上

資料 1

(規則第 5 条による顧客カードの参考様式)

顧客カード(個人用)

年 月 日

顧客コード No.

検印		抜者	
----	--	----	--

1 氏 名		(1)男 (2)女	7 投資 経 験	(1)株 式 (現金取引 有・無) (信用取引 有・無) (2)公 社 債 有・無 (3)投 信 有・無 (4)その他 ()
2 生 年 月 日	年 月 日		8 取 引 動 機	(1)紹 介 (2)飛 込 (3)引 継 (4)D M (5)来店、来電 (6)親戚、知人 (7)その他 ()
3 住 所	□□□-□□□□ TEL _____		9 取 引 の 種 類	(1)現 金 (2)信 用 (3)発行日 (4)累投 (財形・一般) (5)その他 ()
4 連 絡 先	□□□-□□□□ TEL _____		10 投 資 目 的	
5 職 業	(1)会社役員 (2)会社員・公務員 (3)自営・商工サービス業 (4)自由業 (医師を除く) (5)医 師 (6)農林・水産 (7)主 婦 (8)その他 ()		11 そ の 他 特 記 事 項	
6 資 産 の 状 況				

注 6. 「資産の状況」欄は、当初記入することが困難な場合は、その後なるべく早期に記載すること。

(規則第5条による顧客カードの参考様式)

顧客カード(法人用)

年 月 日

顧客コード No.

検印		扱者	
----	--	----	--

1 名 称		6 取 引 動 機	(1) 紹 介 (2) 飛 込 (3) 引 継 (4) D M (5) 来店、来電 (6) その他 ()
2 所 在 地	□□□□ - □□□□ <div style="text-align: right; margin-top: 5px;">TEL _____</div>	7 取 引 の 種 類	(1) 現 金 (2) 信 用 (3) 発行日 (4) 累投 (財形・一般) (5) その他 ()
3 連 絡 先	□□□□ - □□□□ <div style="text-align: right; margin-top: 5px;">TEL _____</div>	8 投 資 目 的	
4 資 産 の 状 況		9 そ の 他 特 記 事 項	
5 投 資 経 験	(1) 株 式 (現金取引 有・無) (信用取引 有・無) (2) 公社債 有・無 (3) 投 信 有・無 (4) その他 ()		

注 4. 「資産の状況」欄は、当初記入することが困難な場合は、その後なるべく早期に記載すること。

金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針

平成 27 年 9 月

金融庁監督局証券課

うことや、必要に応じて金商法第56条の2第1項の規定に基づく報告を求めることを通じて、金融商品取引業者における自主的な改善状況を把握することとする。また、公益又は投資者保護の観点から重大な問題があると認められる場合には、金商法第51条の規定に基づく業務改善命令を発出する等の対応を行うものとする。更に、重大・悪質な法令等違反行為が認められる等の場合には、金商法第52条第1項の規定に基づく業務停止命令等の発出も含め、必要な対応を検討するものとする。

Ⅲ－２－３ 勧誘・説明態勢

Ⅲ－２－３－１ 適合性原則

金融商品取引業者は、金商法第40条の規定に基づき、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的やリスク管理判断能力等に応じた取引内容や取引条件に留意し、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要がある。

そのため、顧客の属性等及び取引実態を的確に把握し得る顧客管理態勢を確立することが重要であり、例えば以下のような点に留意して検証することとする（特に、インターネット取引については、その非対面性に鑑みて細心の注意を払うこと。）。

(1) 主な着眼点

① 顧客属性等の的確な把握及び顧客情報の管理の徹底

イ. 顧客の投資意向、投資経験等の顧客属性等を適時適切に把握するため、顧客カード等については、顧客の投資目的・意向を十分確認して作成し、顧客カード等に登録された顧客の投資目的・意向を金融商品取引業者と顧客の双方で共有しているか。また、顧客の申出に基づき、顧客の投資目的・意向が変化したことを把握した場合には、顧客カード等の登録内容の変更を行い、変更後の登録内容を金融商品取引業者と顧客の双方で共有するなど、投資勧誘に当たっては、当該顧客属性等に則した適正な勧誘に努めるよう役職員に徹底しているか。

ロ. 元本の安全性を重視するとしている顧客に対して、通貨選択型ファンドなどのリスクの高い商品を販売する場合には、管理職による承認制とするなどの慎重な販売管理を行っているか。

ハ. 内部管理部門においては、顧客属性等の把握の状況及び顧客情報の管理の状況を把握するように努め、必要に応じて、顧客属性等に照らして適切な勧誘が行われているか等についての検証を行うとともに、顧客情報の管理方法の見直しを行う等、その実効性を確保する態勢構築に努めているか。

② 顧客の取引実態の的確な把握及びその効果的活用

イ. 顧客の取引実態の把握については、例えば、顧客口座ごとの売買損、評価損、取引回数、手数料の状況等といった取引状況を、顧客の取引実態の把握の参考としているか。

ロ. 取引実態の把握において、取引内容を直接顧客に確認する必要があると判断した顧客については、例えば各営業部門における管理責任者等（担当者以外の責任者で

内部管理責任者、部店長等を含む。以下同じ。)による顧客面談等を適時・適切に実施し、取引実態の的確な把握に努めているか。また、契約締結以降も、長期にわたって取引が継続するデリバティブ取引等の実態の把握について、同様の取組みをしているか。

ハ. 内部管理部門においては、各営業部門における管理責任者等が行う顧客面談等に係る具体的な方法を定め、当該方法を役職員に周知徹底するとともに、顧客面談等の状況を把握・検証し、当該方法の見直し等、その実効性を確保する態勢を構築するよう努めているか。

③ 一般投資家の申出による特定投資家への移行

金商法第34条の3第1項の規定に基づき、「一般投資家」である顧客より「特定投資家」への移行の申出を受けた際には、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的に照らして「特定投資家」として取り扱うことがふさわしいか否かを考慮した上で、承諾の可否について判断しているか。

(2) 監督手法・対応

日常の監督事務や、事故届出等を通じて把握された適合性の原則等に関する金融商品取引業者の態勢上の課題については、深度あるヒアリングを行うことや、必要に応じて金商法第56条の2第1項の規定に基づく報告を求めることを通じて、金融商品取引業者における自主的な改善状況を把握することとする。また、公益又は投資者保護の観点から重大な問題があると認められる場合には、金商法第51条の規定に基づく業務改善命令を発出する等の対応を行うものとする。更に、重大・悪質な法令等違反行為が認められる等の場合には、金商法第52条第1項の規定に基づく業務停止命令等の発出も含め、必要な対応を検討するものとする。

Ⅲ-2-3-2 営業員管理態勢

金融商品取引業者は、顧客属性等に則した適正な勧誘の履行を確保する観点から、営業員の勧誘実態等の把握及び法令遵守の徹底が重要であるが、その徹底に当たっては、以下の点に特に留意するものとする。

(1) 主な着眼点

① 営業員の勧誘実態等の把握及びその適正化

イ. 勧誘実態の把握について、例えば、各営業部門における管理責任者等は、必要に応じて顧客と直接面談等を行うことにより、その実態の把握に努め、適切な措置を講じているか。

ロ. 特定投資家向け有価証券の取扱いにあたっては、各営業部門における管理責任者等において、特定投資家の範囲に中小法人等が含まれていることに鑑み、金商法第40条の5第1項及び第2項に規定する告知又は書面交付について過不足のない対応が行われているかなど、その実態の把握に努め、適切な措置を講じているか。

ハ. 内部管理部門においては、上記イ及びロの勧誘実態等の把握に係る具体的な方法

を定め、当該方法を役職員に周知徹底するとともに、必要に応じて、その状況を把握・検証し、当該方法の見直し等、その実効性を確保する態勢を構築しているか。

② 役職員の法令遵守意識の徹底

- イ. 役職員の法令等遵守意識の徹底について、研修の目的及び対象者等を考慮した事例研修及び外部研修等を実施し、役職員の法令等遵守意識の向上を図っているか。
- ロ. 内部管理部門においては、各種研修の内容及び実施状況を把握・検証し、内容等を見直しする等、その実効性を高める措置を講じているか。

(2) 監督手法・対応

日常の監督事務や、事故届出等を通じて把握された金融商品取引業者の営業員管理態勢上の課題については、深度あるヒアリングを行うことや、必要に応じて金商法第56条の2第1項の規定に基づく報告を求めることを通じて、金融商品取引業者における自主的な改善状況を把握することとする。また、公益又は投資者保護の観点から重大な問題があると認められる場合には、金商法第51条の規定に基づく業務改善命令を発出する等の対応を行うものとする。更に、重大・悪質な法令等違反行為が認められる等の場合には、金商法第52条第1項の規定に基づく業務停止命令等の発出も含め、必要な対応を検討するものとする。

Ⅲ-2-3-3 広告等の規制

金融商品取引業者が行う広告等（金商業等府令第73条第1項に規定する広告等をいう。以下同じ。）の表示は、投資者への投資勧誘の導入部分に当たり、明瞭かつ正確な表示による情報提供が、適正な投資勧誘の履行を確保する観点から最も重要であるが、その徹底に当たっては、以下の点に特に留意するものとする。

(注) なお、広告等には、勧誘資料やインターネットのホームページ、郵便、信書便、ファックス、電子メール、ビラ、パンフレット等による多数の者に対する情報提供が含まれるが、実際に広告等に該当するか否かの判断は、投資者との電子メール等やり取り、イメージCM、ロゴ等を記載した粗品の提供などの外形ではなく、実態をみて個別具体的に判断する必要がある。

(1) 主な着眼点

① 顧客判断に影響を及ぼすこととなる重要事項に関する留意事項

- イ. 顧客が支払うべき手数料、報酬、その他の対価又は費用が無料又は実際のものよりも著しく低額であるかのように誤解させるような表示をしていないか。
- ロ. 元本欠損が生ずるおそれがある場合又は当初元本を上回る損失が生ずるおそれがある場合には、その旨を明確に表示しているか。

② 明瞭かつ正確な表示

広告等において金商法第37条に規定する項目を表示する場合に、金商業等府令第73条第1項に規定する明瞭かつ正確な表示がなされているか否かの判断に当たっては、具体的に以下の点に留意することとする。

Regulatory Notice

11-02

Know Your Customer and Suitability

SEC Approves Consolidated FINRA Rules Governing Know-Your-Customer and Suitability Obligations

Effective Date: October 7, 2011

Executive Summary

The SEC approved FINRA's proposal to adopt rules governing know-your-customer and suitability obligations¹ for the consolidated FINRA rulebook.² The new rules are based in part on and replace provisions in the NASD and NYSE rules.

The text of the new rules is set forth in Attachment A. The rules take effect on October 7, 2011.

Questions regarding this *Notice* should be directed to James S. Wrona, Associate Vice President and Associate General Counsel, Office of General Counsel, at (202) 728-8270.

Discussion

The know-your-customer and suitability obligations are critical to ensuring investor protection and promoting fair dealing with customers and ethical sales practices. As part of the process of developing the consolidated FINRA rulebook, FINRA proposed and the SEC approved FINRA Rule 2090 (Know Your Customer) and FINRA Rule 2111 (Suitability). The new rules retain the core features of these important obligations and at the same time strengthen, streamline and clarify them.³ The new rules are discussed separately below.

January 2011

Notice Type

- ▶ Consolidated FINRA Rulebook
- ▶ Rule Approval

Suggested Routing

- ▶ Compliance
- ▶ Legal
- ▶ Senior Management

Key Topics

- ▶ Know Your Customer
- ▶ Suitability

Referenced Rules & Notices

- ▶ FINRA Rule 2090
- ▶ FINRA Rule 2111
- ▶ Information Notice 3/12/08
- ▶ NASD IM-2210-6
- ▶ NASD IM-2310-2
- ▶ NASD Rule 2310
- ▶ NASD Rule 3110
- ▶ NTM 01-23
- ▶ NYSE Rule 405
- ▶ SEA Rule 17a-3

Know Your Customer

In general, new FINRA Rule 2090 (Know Your Customer) is modeled after former NYSE Rule 405(1) and requires firms to use “reasonable diligence,”⁴ in regard to the opening and maintenance⁵ of every account, to know the “essential facts” concerning every customer.⁶ The rule explains that “essential facts” are “those required to (a) effectively service the customer’s account, (b) act in accordance with any special handling instructions for the account, (c) understand the authority of each person acting on behalf of the customer, and (d) comply with applicable laws, regulations, and rules.”⁷ The know-your-customer obligation arises at the beginning of the customer-broker relationship and does not depend on whether the broker has made a recommendation. Unlike former NYSE Rule 405, the new rule does not specifically address orders, supervision or account opening—areas that are explicitly covered by other rules.

Suitability

New FINRA Rule 2111 generally is modeled after former NASD Rule 2310 (Suitability) and requires that a firm or associated person “have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer’s investment profile.”⁸ The rule further explains that a “customer’s investment profile includes, but is not limited to, the customer’s age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.”⁹

The new rule continues to use a broker’s “recommendation” as the triggering event for application of the rule and continues to apply a flexible “facts and circumstances” approach to determining what communications constitute such a recommendation. The new rule also applies to recommended investment strategies, clarifies the types of information that brokers must attempt to obtain and analyze, and discusses the three main suitability obligations. Finally, the new rule modifies the institutional-investor exemption in a number of important ways.

Recommendations

The determination of the existence of a recommendation has always been based on the facts and circumstances of the particular case.¹⁰ That remains true under the new rule. FINRA reiterates, however, that several guiding principles are relevant to determining whether a particular communication could be viewed as a recommendation for purposes of the suitability rule.

For instance, a communication's content, context and presentation are important aspects of the inquiry. The determination of whether a "recommendation" has been made, moreover, is an objective rather than subjective inquiry.¹¹ An important factor in this regard is whether—given its content, context and manner of presentation—a particular communication from a firm or associated person to a customer reasonably would be viewed as a suggestion that the customer take action or refrain from taking action regarding a security or investment strategy. In addition, the more individually tailored the communication is to a particular customer or customers about a specific security or investment strategy, the more likely the communication will be viewed as a recommendation. Furthermore, a series of actions that may not constitute recommendations when viewed individually may amount to a recommendation when considered in the aggregate. It also makes no difference whether the communication was initiated by a person or a computer software program. These guiding principles, together with numerous litigated decisions and the facts and circumstances of any particular case, inform the determination of whether the communication is a recommendation for purposes of FINRA's suitability rule.

Strategies

The new rule explicitly applies to recommended investment strategies involving a security or securities.¹² The rule emphasizes that the term "strategy" should be interpreted broadly.¹³ The rule is triggered when a firm or associated person recommends a security or strategy regardless of whether the recommendation results in a transaction. Among other things, the term "strategy" would capture a broker's *explicit* recommendation to hold a security or securities.¹⁴ The rule recognizes that customers may rely on firms' and associated persons' investment expertise and knowledge, and it is thus appropriate to hold firms and associated persons responsible for the recommendations that they make to customers, regardless of whether those recommendations result in transactions or generate transaction-based compensation.

FINRA, however, exempted from the new rule's coverage certain categories of educational material—which the strategy language otherwise would cover—as long as such material does not include (standing alone or in combination with other communications) a recommendation of a particular security or securities.¹⁵ FINRA believes that it is important to encourage firms and associated persons to freely provide educational material and services to customers.

Customer's Investment Profile

The new rule includes an expanded list of explicit types of information that firms and associated persons must attempt to gather and analyze as part of a suitability analysis. The new rule essentially adds age, investment experience, time horizon, liquidity needs and risk tolerance¹⁶ to the existing list (other holdings, financial situation and needs, tax status

and investment objectives).¹⁷ Recognizing that not every factor regarding a “customer’s investment profile” will be relevant to every recommendation, the rule provides flexibility concerning the type of information that firms must seek to obtain and analyze.¹⁸ However, because the listed factors generally are relevant (and often crucial) to a suitability analysis, the rule requires firms and associated persons to document with specificity their reasonable basis for believing that a factor is not relevant in order to be relieved of the obligation to seek to obtain information about that factor.¹⁹

Main Suitability Obligations

The new suitability rule lists in one place the three main suitability obligations: reasonable-basis, customer-specific and quantitative suitability.²⁰

- ▶ Reasonable-basis suitability requires a broker to have a reasonable basis to believe, based on reasonable diligence, that the recommendation is suitable for at least some investors. In general, what constitutes reasonable diligence will vary depending on, among other things, the complexity of and risks associated with the security or investment strategy and the firm’s or associated person’s familiarity with the security or investment strategy. A firm’s or associated person’s reasonable diligence must provide the firm or associated person with an understanding of the potential risks and rewards associated with the recommended security or strategy.
- ▶ Customer-specific suitability requires that a broker have a reasonable basis to believe that the recommendation is suitable for a particular customer based on that customer’s investment profile. As noted above, the new rule requires a broker to attempt to obtain and analyze a broad array of customer-specific factors.
- ▶ Quantitative suitability requires a broker who has actual or de facto control over a customer account to have a reasonable basis for believing that a series of recommended transactions, even if suitable when viewed in isolation, are not excessive and unsuitable for the customer when taken together in light of the customer’s investment profile. Factors such as turnover rate, cost-equity ratio and use of in-and-out trading in a customer’s account may provide a basis for finding that the activity at issue was excessive.

The new rule makes clear that a broker must have a firm understanding of both the product and the customer.²¹ It also makes clear that the lack of such an understanding itself violates the suitability rule.²²

Institutional-Investor Exemption

FINRA Rule 2111(b) provides an exemption to customer-specific suitability for recommendations to institutional customers under certain circumstances. The new exemption harmonizes the definition of institutional customer in the suitability rule

with the more common definition of “institutional account” in NASD Rule 3110(c)(4).²³ Beyond the definitional requirements, the exemption’s main focus is whether the broker has a reasonable basis to believe the customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies,²⁴ and whether the institutional customer affirmatively acknowledges that it is exercising independent judgment.²⁵

In regard to an institutional investor, a firm that satisfies the conditions of the exemption fulfils its customer-specific obligation,²⁶ but not its reasonable-basis and quantitative obligations under the suitability rule. FINRA believes that, even when institutional customers are involved, it is crucial that brokers understand the securities they recommend and that those securities are appropriate for at least some investors. FINRA also believes that it is important that a firm not recommend an unsuitable number of transactions in those circumstances where it has control over the account. FINRA emphasizes, however, that quantitative suitability generally would apply only with regard to that portion of an institutional customer’s portfolio that the firm controls and only with regard to the firm’s recommended transactions.²⁷

Endnotes

- 1 See Securities Exchange Act Release No. 63325 (November 17, 2010), 75 FR 71479 (November 23, 2010) (Order Approving Proposed Rule Change; File No. SR-FINRA-2010-039).
- 2 The current FINRA rulebook consists of (1) FINRA rules; (2) NASD rules; and (3) rules incorporated from NYSE (NYSE rules). While the NASD rules generally apply to all FINRA member firms, the NYSE rules apply only to those members of FINRA that are also members of the NYSE. The FINRA rules apply to all FINRA member firms, unless such rules have a more limited application by their terms. For more information about the rulebook consolidation process, see *Information Notice, 3/12/08* (Rulebook Consolidation Process).
- 3 To the extent that past *Notices to Members, Regulatory Notices*, case law, etc., do not conflict with new rule requirements or interpretations thereof, they remain potentially applicable, depending on the facts and circumstances of the particular case.
- 4 FINRA notes that it replaced the term “due diligence” used in former NYSE Rule 405(1) with the term “reasonable diligence” in new FINRA Rule 2090 for consistency with the language used in new FINRA Rule 2111. FINRA did not intend by such action to impair or adversely affect established case law and other interpretations discussing the diligence that is required to comply with know-your-customer or suitability obligations.
- 5 A broker-dealer must know its customers not only at account opening but also throughout the life of its relationship with customers in order to, among other things, effectively service and supervise the customers’ accounts. Since a broker-dealer’s relationship with its customers is dynamic, FINRA does not believe that it can prescribe a period within which broker-dealers must attempt to update this information. As with a customer’s investment profile under the suitability rule, a firm should verify the “essential facts” about a customer under the know-your-customer rule at intervals reasonably calculated to prevent and detect any mishandling of a customer’s account that might result from the customer’s change in circumstances. The reasonableness of a broker-dealer’s efforts in this regard will depend on the facts and circumstances of the particular case. Firms should note, however, that SEA Rule 17a-3 requires broker-dealers to, among other things, attempt to update certain account information every 36 months regarding accounts for which the broker-dealers were required to make suitability determinations.
- 6 FINRA Rule 2090.
- 7 FINRA Rule 2090.01.
- 8 FINRA Rule 2111(a). Former NASD Rule 2310 contained interpretative material (IMs) discussing a variety of types of misconduct. Although FINRA eliminated those IMs, most of the types of misconduct that the IMs discussed were either explicitly covered by other rules or incorporated in some form into the new suitability rule. The exception was unauthorized trading, which had been discussed in IM-2310-2. However, it is well-settled that unauthorized trading violates just and equitable principles of trade under FINRA Rule 2010 (previously NASD Rule 2110). See, e.g., *Robert L. Gardner*, 52 S.E.C. 343, 344 n.1 (1995), *aff’d*, 89 F.3d 845 (9th Cir. 1996) (table format); *Keith L. DeSanto*, 52 S.E.C. 316, 317 n.1 (1995), *aff’d*, 101 F.3d 108 (2d Cir. 1996) (table format); Jonathan G. Ornstein, 51 S.E.C. 135, 137 (1992); *Dep’t of Enforcement v. Griffith*, No. C01040025, 2006 NASD Discip. LEXIS 30, at *11-12 (NAC December 29, 2006); *Dep’t of Enforcement v. Puma*, No. C10000122, 2003

© 2011 FINRA. All rights reserved. FINRA and other trademarks of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. may not be used without permission. *Regulatory Notices* attempt to present information to readers in a format that is easily understandable. However, please be aware that, in case of any misunderstanding, the rule language prevails.

Endnotes continued

- NASD Discip. LEXIS 22, at *12 n.6 (NAC August 11, 2003). The new suitability rule does not alter that conclusion. Unauthorized trading continues to be serious misconduct that violates FINRA Rule 2010.
- 9 FINRA Rule 2111(a).
- 10 See *Michael Frederick Siegel*, Securities Exchange Act Release No. 58737, 2008 SEC LEXIS 2459, at *21 (October 6, 2008) (explaining that whether a communication “constitutes a recommendation is a ‘facts and circumstances inquiry to be conducted on a case-by-case basis’”), *aff’d in relevant part*, 592 F.3d 147 (D.C. Cir. 2010), *cert. denied*, 2010 U.S. LEXIS 4340 (May 24, 2010). FINRA has stated that “defining the term ‘recommendation’ is unnecessary and would raise many complex issues in the absence of specific facts of a particular case.” Securities Exchange Act Release No. 37588, 1996 SEC LEXIS 2285, at *29 (August 20, 1996), 61 FR 44100, 44107 (August 27, 1996) (Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval of NASD’s Interpretation of Its Suitability Rule).
- 11 FINRA has repeatedly explained that a broker cannot avoid suitability obligations through a disclaimer where—given its content, context and presentation—the particular communication reasonably would be viewed as a recommendation. See *Notice to Members 01-23* (April 2001). FINRA Rule 2111.02, moreover, explicitly states that a firm or associated person “cannot disclaim any responsibilities under the suitability rule.” In the same vein, it is well-settled that a “broker’s recommendations must be consistent with his customer’s best interests” and are “not suitable merely because the customer acquiesces in [them].” *Dane S. Faber*, Securities Exchange Act Release No. 49216, 2004 SEC LEXIS 277, at *23-24 (February 10, 2004); see also *Dep’t of Enforcement v. Bendetsen*, No. C01020025, 2004 NASD Discip. LEXIS 13, at *12 (NAC August 9, 2004) (“[A] broker’s recommendations must serve his client’s best interests and the test for whether a broker’s recommendations are suitable is not whether the client acquiesced in them, but whether the broker’s recommendations were consistent with the client’s financial situation and needs”).
- 12 See FINRA Rules 2111(a) and 2111.03.
- 13 *Id.*
- 14 *Id.* The new rule does not, however, broaden the scope of *implicit* recommendations. In limited circumstances, FINRA and the SEC have recognized that implicit recommendations can trigger suitability obligations. For example, FINRA and the SEC have held that associated persons who effect transactions on a customer’s behalf without informing the customer have implicitly recommended those transactions, thereby triggering application of the suitability rule. See, e.g., *Rafael Pinchas*, 54 S.E.C. 331, 341 n.22 (1999) (“Transactions that were not specifically authorized by a client but were executed on the client’s behalf are considered to have been implicitly recommended within the meaning of the NASD rules.”); *Paul C. Kettler*, 51 S.E.C. 30, 32 n.11 (1992) (stating that transactions a broker effects for a discretionary account are recommended). Although such holdings continue to act as precedent regarding those issues, FINRA notes that nothing in the new rule is intended to change the longstanding application of the suitability rule on a recommendation-by-recommendation basis. The new rule would not apply, for instance, to *implicit* recommendations to hold securities that are transferred into an account.
- 15 See FINRA Rule 2111.03.

Endnotes continued

- 16 During the rulemaking process, some commenters argued that factors such as a customer's investment experience, time horizon and risk tolerance are ones to be considered when reviewing a customer's portfolio as a whole, not the individual trades. According to those commenters, requiring consideration of such factors on a trade-by-trade basis would prevent customers from creating a diverse portfolio made up of securities with different levels of liquidity, risk and time horizons. FINRA reiterates that a recommendation-by-recommendation analysis and consideration of a customer's investment portfolio are not mutually exclusive concepts. Although suitability is a recommendation-by-recommendation analysis, FINRA Rule 2111 explicitly permits the suitability analysis to be performed within the context of the customer's other investments. In fact, the rule requires (as did the previous suitability rule) firms and associated persons to make reasonable efforts to gather and analyze information about a customer's other investments as part of the suitability review. Moreover, the new rule explicitly covers recommended investment strategies.
- 17 See FINRA Rule 2111(a).
- 18 See FINRA Rule 2111.04.
- 19 *Id.*
- 20 See FINRA Rule 2111.05.
- 21 See FINRA Rule 2111(a); FINRA Rule 2111.04; FINRA Rule 2111.05(a).
- 22 See FINRA Rules 2111.04 and 2111.05(a).
- 23 See FINRA Rule 2111(b). FINRA is proposing to adopt NASD Rule 3110(c)(4) as FINRA Rule 4512(c), without material change. See Securities Exchange Act Release No. 63181 (October 26, 2010), 75 FR 67155 (November 1, 2010) (Notice of Filing Proposed Rule Change; File No. SR-FINRA-2010-052).
- 24 See FINRA Rule 2111(b). FINRA reiterates that, in some cases, the broker may conclude that the customer is not capable of making independent investment decisions in general. In other cases, the institutional customer may have general capability, but may not be able to understand a particular type of instrument or its risk. If a customer is either generally not capable of evaluating investment risk or lacks sufficient capability to evaluate the particular product, the scope of a broker's customer-specific obligations under the suitability rule would not be diminished by the fact that the broker was dealing with an institutional customer. However, the fact that a customer initially needed help understanding a potential investment need not necessarily imply that the customer did not ultimately develop an understanding and make an independent decision.
- 25 FINRA Rule 2111(b).
- 26 FINRA emphasizes that the institutional-customer exemption applies only if all of the conditions in Rule 2111(b) are satisfied. It is not sufficient, for example, that an institutional customer affirmatively indicates that it is exercising independent judgment in evaluating recommendations. The institutional customer also must meet the definitional criteria and the broker must have a reasonable basis to believe that the institutional customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies.
- 27 It is axiomatic that the suitability rule applies only to recommended transactions. See, e.g., *Dep't*

Endnotes continued

of Enforcement v. Medeck, No. E9B2003033701, 2009 FINRA Discip. LEXIS 7, at *46 (July 30, 2009) (explaining that transactions that were not recommended could not be used to inflate the cost-to-equity ratio and the turnover rate). Case law also has long established that quantitative suitability “occurs when a registered representative has control over trading in an account and the level of activity in that account is inconsistent with the customer’s objectives and financial situation.” *Harry Gliksman*, 54 S.E.C. 471, 475 (1999), *aff’d*, 24 F. App’x 702 (9th Cir. 2001); *see also Pinchas*, 54 S.E.C. at 337 (same). In general, the control element “is satisfied if the broker has either discretionary authority or de facto control over the account. De facto control is established when the client routinely follows the broker’s advice ‘because the customer is unable to evaluate the broker’s recommendations and to exercise independent judgment.’” *Medeck*, 2009 FINRA Discip. LEXIS 7, at *34 (citations omitted).

In *Pryor, McClendon, Counts & Co.*, Securities Exchange Act Release No. 45402, 2002 SEC LEXIS 284 (February 6, 2002), the SEC analyzed allegations of churning by focusing on that portion of the city of Atlanta’s portfolio that the broker-dealer respondent controlled and those transactions that the respondent recommended. *Id.* at *4, *15-16, *20-23. The SEC also held that, for purposes of churning, the respondent controlled the portion of Atlanta’s portfolio at issue because the respondent engaged in a scheme to defraud Atlanta with the city’s investment officer, who had authority to trade Atlanta’s securities portfolio. *Id.* at *20-21 & n.10 (citing *Smith v. Petrou*, 705 F. Supp. 183, 187 (S.D.N.Y. 1989)).

Attachment A

Below is the text of the new FINRA rules.

2000. DUTIES AND CONFLICTS

2090. Know Your Customer

Every member shall use reasonable diligence, in regard to the opening and maintenance of every account, to know (and retain) the essential facts concerning every customer and concerning the authority of each person acting on behalf of such customer.

• • • **Supplementary Material:** -----

.01 Essential Facts. For purposes of this Rule, facts “essential” to “knowing the customer” are those required to (a) effectively service the customer’s account, (b) act in accordance with any special handling instructions for the account, (c) understand the authority of each person acting on behalf of the customer, and (d) comply with applicable laws, regulations, and rules.

2100. TRANSACTIONS WITH CUSTOMERS

2110. Recommendations

2111. Suitability

(a) A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer’s investment profile. A customer’s investment profile includes, but is not limited to, the customer’s age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.

(b) A member or associated person fulfills the customer-specific suitability obligation for an institutional account, as defined in NASD Rule 3110(c)(4), if (1) the member or associated person has a reasonable basis to believe that the institutional customer is capable of evaluating investment risks independently, both in general and with regard to particular transactions and investment strategies involving a security or securities and (2) the institutional customer affirmatively indicates that it is exercising independent judgment in evaluating the member's or associated person's recommendations. Where an institutional customer has delegated decisionmaking authority to an agent, such as an investment adviser or a bank trust department, these factors shall be applied to the agent.

• • • **Supplementary Material:** -----

.01 General Principles. Implicit in all member and associated person relationships with customers and others is the fundamental responsibility for fair dealing. Sales efforts must therefore be undertaken only on a basis that can be judged as being within the ethical standards of FINRA's rules, with particular emphasis on the requirement to deal fairly with the public. The suitability rule is fundamental to fair dealing and is intended to promote ethical sales practices and high standards of professional conduct.

.02 Disclaimers. A member or associated person cannot disclaim any responsibilities under the suitability rule.

.03 Recommended Strategies. The phrase "investment strategy involving a security or securities" used in this Rule is to be interpreted broadly and would include, among other things, an explicit recommendation to hold a security or securities. However, the following communications are excluded from the coverage of Rule 2111 as long as they do not include (standing alone or in combination with other communications) a recommendation of a particular security or securities:

(a) General financial and investment information, including (i) basic investment concepts, such as risk and return, diversification, dollar cost averaging, compounded return, and tax deferred investment, (ii) historic differences in the return of asset classes (e.g., equities, bonds, or cash) based on standard market indices, (iii) effects of inflation, (iv) estimates of future retirement income needs, and (v) assessment of a customer's investment profile;

(b) Descriptive information about an employer-sponsored retirement or benefit plan, participation in the plan, the benefits of plan participation, and the investment options available under the plan;

(c) Asset allocation models that are (i) based on generally accepted investment theory, (ii) accompanied by disclosures of all material facts and assumptions that may affect a reasonable investor's assessment of the asset allocation model or any report generated by such model, and (iii) in compliance with NASD IM-2210-6 (Requirements for the Use of Investment Analysis Tools) if the asset allocation model is an "investment analysis tool" covered by NASD IM-2210-6; and

(d) Interactive investment materials that incorporate the above.

.04 Customer's Investment Profile. A member or associated person shall make a recommendation covered by this Rule only if, among other things, the member or associated person has sufficient information about the customer to have a reasonable basis to believe that the recommendation is suitable for that customer. The factors delineated in Rule 2111(a) regarding a customer's investment profile generally are relevant to a determination regarding whether a recommendation is suitable for a particular customer, although the level of importance of each factor may vary depending on the facts and circumstances of the particular case. A member or associated person shall use reasonable diligence to obtain and analyze all of the factors delineated in Rule 2111(a) unless the member or associated person has a reasonable basis to believe, documented with specificity, that one or more of the factors are not relevant components of a customer's investment profile in light of the facts and circumstances of the particular case.

.05 Components of Suitability Obligations. Rule 2111 is composed of three main obligations: reasonable-basis suitability, customer-specific suitability, and quantitative suitability.

(a) The reasonable-basis obligation requires a member or associated person to have a reasonable basis to believe, based on reasonable diligence, that the recommendation is suitable for at least some investors. In general, what constitutes reasonable diligence will vary depending on, among other things, the complexity of and risks associated with the security or investment strategy and the member's or associated person's familiarity with the security or investment strategy. A member's or associated person's reasonable diligence must provide the member or associated person with an understanding of the potential risks and rewards associated with the recommended security or strategy. The lack of such an understanding when recommending a security or strategy violates the suitability rule.

(b) The customer-specific obligation requires that a member or associated person have a reasonable basis to believe that the recommendation is suitable for a particular customer based on that customer's investment profile, as delineated in Rule 2111(a).

(c) Quantitative suitability requires a member or associated person who has actual or de facto control over a customer account to have a reasonable basis for believing that a series of recommended transactions, even if suitable when viewed in isolation, are not excessive and unsuitable for the customer when taken together in light of the customer's investment profile, as delineated in Rule 2111(a). No single test defines excessive activity, but factors such as the turnover rate, the cost-equity ratio, and the use of in-and-out trading in a customer's account may provide a basis for a finding that a member or associated person has violated the quantitative suitability obligation.

.06 Customer's Financial Ability. Rule 2111 prohibits a member or associated person from recommending a transaction or investment strategy involving a security or securities or the continuing purchase of a security or securities or use of an investment strategy involving a security or securities unless the member or associated person has a reasonable basis to believe that the customer has the financial ability to meet such a commitment.

.07 Institutional Investor Exemption. Rule 2111(b) provides an exemption to customer-specific suitability regarding institutional investors if the conditions delineated in that paragraph are satisfied. With respect to having to indicate affirmatively that it is exercising independent judgment in evaluating the member's or associated person's recommendations, an institutional customer may indicate that it is exercising independent judgment on a trade-by-trade basis, on an asset-class-by-asset-class basis, or in terms of all potential transactions for its account.

金融商品取引法研究会名簿

(平成 28 年 1 月 27 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任
—「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金
—金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月
報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題」 2015年10月
—流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心として—
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第54号

適合性の原則

平成28年3月18日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-670-9 C3032 ¥500E