

英国における投資勧誘販売上の顧客区分（上）

青木浩子

要 旨

本稿は、認可業者の顧客の保護に段階を設けることを目的とする英国規制（英国金融サービス機構 FSA による行為規制 COB を中心に、その上位にある投資勧誘財務省令 FPO および金融サービス市場法 FSMA ならびに欧州投資サービス指令にも触れる）を概観するものである。

第一部では、現行規則成立までの情報、とくに銀行系のプロアマ二分法と証券系の自主規則を踏まえた三分法（市場相手方と以外の顧客とを二分し、後者を一般顧客とエキスパート顧客とに分類する）とがあったこと、FSA はそれらを踏まえて2001年11月末のいわゆる N2 を期限として包括的な COB 規定を制定したことを紹介する。顧客区分に関する協議書 CP43 は、証券系のルールを踏襲しているが、自主規則時代には明らかでなかったクラス移動要件や複数関与者の場合の規制について提案し、大方において採用された。（以下 次号）

第二部では、現行英国規則における顧客区分の具体的内容を述べている。その内容は、クラス区分の際の限界的な事例、各クラスに与えられる COB 上の保護（逆にいえば、COB のどの規制の適用が免除されるか）、クラス移動する場合の要件および効果、に大別できる。

第三部では、各論的問題および補論（英国規制、欧州指令、ならびに米国適格機関投資家制度の比較。英国 FSA 規則関連の規制根拠）を述べる。

目 次

- | | |
|---------------------------------|----------------------|
| I. 概観 | 3. 中間層顧客 |
| 1. 規制の構造 | 4. 一般顧客 |
| 2. 前史および現行規則の制定過程（以下 次号） | 5. 各クラスに与えられる投資家保護内容 |
| II. 現行 COB における顧客区分および各クラスに伴う効果 | 6. クラス間での再区分要件 |
| 1. 概観 | III. 各論的内容 |
| 2. 市場相手方 | 1. 代理関係のある場合 |
| | 2. 集合投資スキームについて |

3. その他
4. [補論1] 新投資サービス指令の顧客区分との対比

I. 概観¹⁾²⁾

1. 規制の構造

顧客区分規則は、FSAハンドブックの事業行為規制 (Business Standards) 中の行為規制 COB (Conduct of Business) 中に位置づけられており、業者側が主体となった規制である。わが国金融商品販売法のように、顧客の私法上の権利を規定するものではない。もっとも、行為規制違反について民事責任が問われるということもあり (II.5.2.), 「(民事効果の伴わない) 業者ルールか (民事効果の伴う) 取引ルールか」といった意識はないようである。顧客をクラスに分けて扱う法律上の根拠は、「消費者の保護水準の決定にあたっては、物件や取引によりリスクが異なることや各人の経験・知識が異なることを斟酌する」とする金融サービス市場法5条に求められる³⁾。

投資業務に携わる認可業者 (authorised person) は、顧客が行為基準上の保護を適宜享受できるよう⁴⁾、顧客から判断に必要な情報を取得の上、この者が三つのカテゴリーのいずれかを区分しなければならない (COB 4.1.4R (ルール))。具体的には、一般顧客⁵⁾ (private customers) ・ 中間層顧客⁶⁾ (intermediate customers) ・ 市場相手方 (market counterparties) に区分されており、この順に保護が厚い。一般顧客には COB の規定が完全に適用される一方、市場相手方に対しては殆ど適用が

5. [補論2] 適格機関投資家との比較
6. [補論3] 投資勧誘命令における顧客分類との異同および関係

なく、中間層顧客については、その中間、つまり、規定により適用の有無が分かれ、あるいは適用にあたり条件が付せられる。大まかには、中間層顧客が法人や個人富裕層、一般顧客がそれ以外の個人顧客 (法人を含む) に相当する。

市場相手方 (ホールセール市場参加者、つまり金融機関を中心とするプロのプレーヤー) は、COBのごく一部⁷⁾が適用される「顧客」(client, customer という語は使わない⁸⁾) であり、したがって顧客区分のカテゴリーの1つとされるものの、中間層顧客や一般顧客のような顧客 (customer) とは一線を画する。後述するように、欧州指令では顧客をリテール顧客とプロフェッショナル顧客との2つに分け、市場相手方にはほぼ相当する「適格相手方」はそもそも「顧客」ではないという扱い方をしており、用語が部分的に似ているものの、欧州と英国とでは相当に内容が異なることに留意する必要がある⁹⁾。

2. 前史および現行規則の制定過程

2.1. 前史

2.1.1. 1986年投資サービス法下の自主規則

わが国では、顧客区分を定める規制は2000年に制定された金融商品販売法まで例を見ないようであるが、英国では相当に以前から顧客区分規制が存在した¹⁰⁾。すなわち、1997年の金融サービス機構 FSA 発足前の証券業者¹¹⁾の自主規制機関である、証券先物協会 SFA (Securities and Futures Authority), 投資管理業者協会 IMRO (Investment Management Regu-

latory Organisation), ユニット投信・生保などの個人向け投資の協会 PIA (Personal Investment Authority) は、現行規制の原型となる顧客区分規則を各々が持っていた。これらの自主規則は、細部では異なるものの、(a)顧客の範囲、(b)顧客の区分方法、(c)各区分に与えられる保護、に関する規則を置く点で共通していた¹²⁾。

自主規則は、「顧客 (customer)」を「投資サービスの受益者」と定義し、市場相手方 (market counterparty) ・信託受益者・企業向融資参加者 (investor in corporate finance business) といった層を「顧客」から除外していた。そして、「顧客」を「一般顧客 (private customers)」と「それ以外の顧客 (non-private customers)」とに二分していた。現行規則では、以下に見るように、市場相手方を含めてすべての COB 上の相手方を広義の「顧客」としてカバーした上で、それらを三分する¹³⁾。

行為規制 COB の目的であるリテール顧客保護という観点からすれば、「市場参加者」を含み規定する必要はないように思われる。現に、自主規則時代には顧客区分のクラスとされておらず、現在でも適用される COB は実質的には COB 9 (顧客資産保護。これも 2004 年に顧客資産保護 CASS の部に移された¹⁴⁾) に限られている。しかし、認可業者による顧客の扱いに関する規定の体系的整備のため、典型的な顧客である富裕層顧客 (三分したことに伴い、「中間層 (intermediate) 顧客」という分かり難い名称が付された¹⁵⁾) や一般個人顧客に並べて規定されたもの¹⁶⁾。

なお、上の CASS では、市場相手方をも含む全体を「顧客 (client)」, 市場相手方を除く

顧客つまり一般顧客と中間層顧客とを合わせたものを「リテール顧客 (customer)」としており (CASS1.2.8G (ガイダンス) (1)&(2)), これが語源や語感に素直な用法と思われるが、そうでない語法もある。とりわけ、欧州の新投資サービス指令 ISD 2 では顧客に一貫して client を用い customer という語を用いていない (次号Ⅲ.4.3. の図表 5 を参照) ので注意を要する¹⁷⁾。

2.1.2. 自主規則と COB との原理的異同

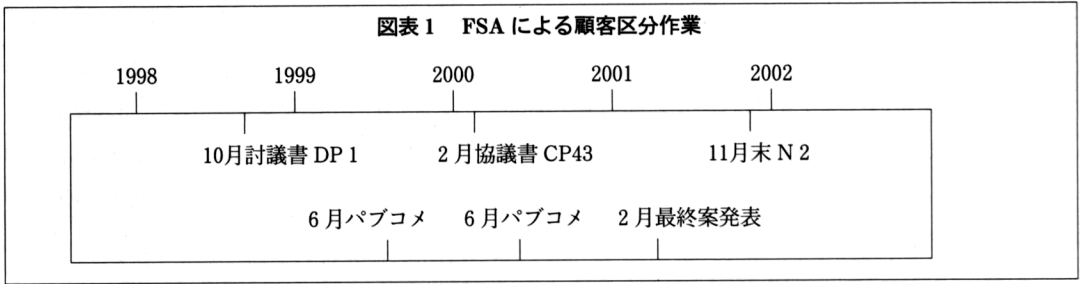
FSA は、COB の制定にあたって、従来の自主規則の内容に著しい変更を加える意図はないと明言している¹⁸⁾。とはいえ、現行規則の編纂にあたって、①区分方法および各区分に付与される効果の明確化を通じ、顧客の適正な保護を図りながらも、予見可能性 (certainty and clarity) を業者に与えることを目指しており、また、②規制の対効果費用の評価に際しては、微視的には顧客の便宜と業者の利益とを考量し、またその関係の決定が市場全体に及ぼす影響も考慮する、と述べている¹⁹⁾。また、後述する例外規定や任意規定を置くことによって、事前規制に伴う弊害の緩和を図っている。

2.2. 現行規則の制定

2.2.1. 概観

1997 年末に発足した FSA は、比較的規制の整備された証券分野のみならず、銀行や生保などの金融機関にも及ぶ行為規制やプロ間取引規制を短期間のうちに用意しなければならなかった。1986 年金融サービス法下では同法 43 条が銀行等の所定の金融機関 (listed institutions) については同法の適用を免除 (exempted person) していた (そのため、たとえば銀行は、主にホールセール取引に関する独

図表1 FSAによる顧客区分作業



自の規制を持っていた²⁰⁾が、FSAの発足に伴い管轄下の金融機関(銀行含む)すべてにわたる規制をいわゆるN2(2001年11月末)という締切りまでに作らねばならなかったからである。

FSAは1998年10月に討議書²¹⁾ DP 1²²⁾を発表し、この討議書についてなされた1999年6月のパブリックコメント募集に応じたコメントの発表を経、2000年2月には規則制定手続の一環である協議書CP43²³⁾を発表している(CP43へのコメント様式は公表されている²⁴⁾が、コメント内容は公表されなかったようである)。これらの検討を踏まえ、2001年2月に顧客区分に関する規則を第四章に置く行為規制COBの最終案が発表され²⁵⁾、その後、多くの改正が加えられている。

以下に見るCOBの内容や構成は、もちろん筆者の能力不足にもよるが、あまりわかり易いものではなく、また、よい解説もないようである。しかし省みれば横断的規制権限を持つFSAの発足自体、1997年に労働党が政権を取得してから唐突に発表されたものであり²⁶⁾、内部的にも早くとも1997年前半に準備が開始されたに過ぎない。にもかかわらず、COB以外の諸規則(FSAハンドブックのその他の規制たとえば財務規制PRU²⁷⁾)の制定や規則制定以外の職務を果たしながら、広範な規則集(当時のままではないが、全体像をウェブ上で閲覧可

能²⁸⁾である)を2001年末までに完成することに成功した点をまず評価すべきであろう。

なお、PRUとCOBのいずれも、新投資サービス指令(ISD2ないしMiFIDと略称されている)に従って2006年中に大改正の上、2007年に改正規則が実施される予定である²⁹⁾。

2.2.2. 討議書DP1(プロ間取引規制と市場相手方の定義)

[I] DP1における問題提起

英国でも、当初から問題の整理および検討順序につき了解があったわけではなく、特に本討議書DP1の問題の取り上げ方は、規則制定の全体との関係でいかなる意味を持つか、わかりにくいものであった(結論としては、金融サービス法の適用外であった銀行取引の規制を顧客区分には及ぼさないという、重要な判断がなされている一方、業者・顧客間の取引における顧客区分については触れられていない)。

討議書DP1では、証券界(証券先物協会SFAの自主規則)と銀行界(イングランド銀行によるグレイペーパー³⁰⁾)とで食い違っていた「プロ間取引(inter-professional dealings)」をどう定義すべきか³¹⁾が検討された。具体的には、証券界で行われているように、技量経験³²⁾を元にプロを定義するか、それとも銀行界で行われているように所定の行為(たとえば一定単位以上の取引³³⁾)の主体をプロと定義するかが問題とされた³⁴⁾³⁵⁾。銀行界の定義によ

れば、プロの構成する市場すなわちホールセール市場とプロ定義とを連動させやすい。

定義にあたっては、実行可能性³⁶⁾と柔軟性とを原理とし、また、クラス間の移動を認めることによって柔軟性を保つべきとされている³⁷⁾。また、ここに定義される主体は、「買主注意せよ」の原則を適用され、COBの適用が殆どないと想定されるが、プロ間事業に関する規制全般（たとえば、プロ同士での企業資金調達やプロ顧客の資産保管など）に及ぼすべきかを照会している³⁸⁾。

〔II〕DPIに対するコメントおよびFSAによる返答

DP1に対する業界からのコメント³⁹⁾の大方は、「リテール顧客向けの保護は、ここにいう『プロ』には不要である⁴⁰⁾。現行のグレイパーやSFAの規則は十分に機能しており、あえて規制を制定するというのであれば、適用に疑義が生じないように、極めて客観的な基準を採用すべきである⁴¹⁾。主観主義のような、相手方の理解能力をチェックする等の義務を課すべきではない」というもので、「プロ間取引を規制すべきでない」という⁴²⁾業界の本音が出ていると評されている⁴³⁾。

要するに、とくにプロ間市場について規制して欲しくないということであるが、これに対しFSAは、全金融業に共通するプロ間取引規則および顧客区分に関する規則を制定する方針を維持する意向を明らかにしており⁴⁴⁾、これはその後も変わっていない⁴⁵⁾。

顧客区分、具体的には二分法か三分法か（銀行＝ホールセール・リテール二分派と証券＝市場相手方・エキスパート・一般顧客三分派とのどちらに合わせるか）については、コメントは、(a)大企業や年金基金など、限定的ながらあ

る程度の保護を要する「セミプロ（semi-professional）」層がいる⁴⁶⁾、(b)低コストの移動制度によって柔軟な対応が可能である⁴⁷⁾、を理由として、三分法を支持するコメントが支配的であったという。

FSAも、三分法を採用するとした上で、各クラスを「①市場相手方」「②中間層顧客」「③一般顧客」と仮に名づけ、(A)①および②に適用される市場規制と(B)②および③に適用される行為規制とを別々に制定する（これにより、顧客保護が市場相手方に不適切に拡張適用されることを防止する）という方針を明らかにした⁴⁸⁾。

「クラス間移動」という新制度についてはコメントの評価は分かれており、否定的な見解、たとえば、「柔軟性という目的自体は結構であるが、移動要件の充足を判定する義務を負う業者側に不利な制度となり得る」とか「SFAルールにも類似の制度があったが活用されていたとはいえない」といった意見が目立った。しかし、FSAは、顧客の利益のため、特に上位移動を認める方向で規則を制定する意向を明らかにした⁴⁹⁾。

〔III〕市場規制と行為規制との分離

以上の討議を踏まえた規則案を協議手続⁵⁰⁾に付した上で完成した規則が、FSAハンドブック中の事業基準（Business Standards）中の市場規制（MAR）の第三章である「プロ間の行為規制」として収録された。これは先に〔II〕で述べた市場規制に該当するもので、行為規制にあたる部分は、同ハンドブック事業基準中の別章である行為規制（COB）中に位置づけられている⁵¹⁾。ただし、プロ間取引規定IPC（inter-professional code）の適用の前提となる⁵²⁾「市場相手方（market counterparty）」の定義は、FSAハンドブックの定義集やCOB

の第4章に置かれている。すっきりしない構成だが、②中間層顧客や③一般顧客とは異質な①市場相手方を包含する規則を設けるにはそうするしかなかったものと思われる。

これらの顧客区分の各々（といっても①には殆ど適用がないが）に適用される行為規制は、協議書 CP43での検討を経た上で、COB 規則として成立している。そこで、以下(2.2.3.)では、まず協議書 CP43を概観した上で現行の行為規制 COB の内容を見たい(次号)。

[IV] [補論] 二分法と三分法

顧客の二分法とか三分法とかについて、ここで考察しておきたい。「英国では三分法が取られている」と指摘されることがある⁵³⁾。しかし、分類の目的やニュアンスを異にするため、「二分法」対「三分法」という形で整理すると不正確になる。簡単に説明ができないというきらいはあるが、目的や発想によって分類する方が実態をよく示すであろう。

[A] 英国の過去の自主規則や現行規則は、証券取引の顧客のうち、比較的にリスク高の証券(典型的には国内未上場の証券)を勧誘し得る者を区分するという発想に立つ。つまり、リテール取引の相手方としては一般顧客(private customer)が原則であるところ、一定の要件を満たす者について特則を置く。特則の対象としては、個人の富裕層や年金基金等が想定され、金融機関はリテール顧客ではないので原則として該らない(二分法を取る過去自主規則がわかりやすいが、三分法を取る現行規則でも、金融機関は原則として市場参加者に区分され、中間層顧客には含まれない)。次の[B]の場合に比べて、「中間層顧客」の定義や保護内容を重視した区分であるといえよう。

[B] 翻ってその他の規制例たとえば欧州指

令やわが国投資サービス法素案においては、「ホールセール取引参加者を定める」という発想があるようであり(上の英国銀行界の主張が典型である)、「リテール顧客」に對置される存在として「プロ顧客」を定義する結果、「プロ」の範囲が上の[A]の「中間層顧客」よりも上に広がる傾向がある。とくに、ホールセール市場に参加し、通常はリテール顧客とはならない国や大型金融機関を「プロ顧客」に含む点が特徴的といえる(上の[A]では「リテール顧客」の周辺的な特則として「中間層顧客」を置いているため、富裕層とか中小ファンドなどは入るが、国や大型金融機関は含まない)。「プロ顧客」に通常の「顧客」とはいい難い層が含まれる結果、「プロ顧客」に対する保護が一般に⁵⁴⁾薄くなり、規制の焦点が曖昧となる傾向がある。

上の[A]の英国規制に比べると、欧州指令やわが国案は機能的に中途半端であり(プロ顧客の範囲がホールセール取引参加者を含む点で広すぎる。その一方で、プロ顧客に対する業者免責の効果が限られる(ただし各国内法での拡張は可))、結果として、能力の高いプロ顧客に不必要な保護が与えられやすい。このような区分は、英国型と異なる保護体系(銀行の全般的な後見的機能が期待される場合など)を認めるためではないかと推測される。

2.2.3. 協議書 CP43 (顧客の区分)

[I] 概観

1998年の討議書 DP 1では以上のような経緯があったが、2000年の協議書 CP43では、市場相手方を除いた顧客(リテール顧客)の区分および効果について検討された。ここでなすべき主な作業⁵⁵⁾は、DP 1以来の協議で確定された顧客の三分すなわち「市場相手方」「中間層顧

客」「一般顧客」の要件および効果の具体化であった。そのほか、代理関係のある場合の顧客分類や、DP 1でも議論されたクラス間移動要件についても具体化が求められた。

クラス間の移動が柔軟に認められるためか、どのような者がどのクラスに属するかについて、さほど神経質には議論されていない。原則として、あるクラスに属するとされる者は、「当然の市場相手方」「当然の中間層顧客」「当然の一般顧客」のいずれかになる（「当然の（per se）」とは初期のという意味であり、クラス間移転ができないということではない）。ただ、「当然の一般顧客」として具体的な者（たとえば自然人）は挙げられていない。要するに、「当然の一般顧客」が規則上の基本的類型であり、他のクラスに属するものと規定されていない者は「当然の一般顧客」として扱われ、必要であれば、他のクラスに移動する。

〔Ⅱ〕 各顧客クラスの定義

〔A〕 市場相手方

CP43は、①国および領土、②中央銀行およびそれに相当する機関、③IMF や世銀のような国際機関、④国および地方（state）の公債発行機関、⑤FSMA の適用免除者（exempted person）、については、ほぼ問題なしとして、当然に「市場相手方」に属するとしたいとする⁵⁶⁾。それ以外の場合で見解が分かれ得る具体的な事例を3つ挙げ、とくに第一の事例（認可業者の場合）について詳細に検討している。

(1)認可業者（authorised firms）⁵⁷⁾。結論を先取りしていうと、成立した規則では、認可業者は原則として市場相手方とされるが、代理する本人が市場相手方でない場合で所定の要件を満たす場合などは、中間層顧客として扱われる⁵⁸⁾。下の③の方式が採用されたものと考えて

よいであろう。

認可業者（実質的には金融機関）の取扱いが難しかった理由として、次のような事情が述べられている。当時の慣行によると、認可業者すなわち市場相手方とはされず、取引ベースで決定する余地があったが、これでは取引の安全を害するとして改正を求める意見もあった。他方、認可業者の中にはファンドマネジャーのような、リテール顧客に対して信認義務や規制上の義務を負う者があるが、これらに適当な保護が与えられるか配慮されるべきという指摘もあった。CP43では四通りの選択肢が示された⁵⁹⁾。

①取引内容・能力を基準として市場相手方に該るかを認定する従来の方式に従う（修正案として、誤判断のリスクを減らすため、原則として市場相手方に区分し、希望する場合に下位移動を認める方式が提案されている）。

②「認可業者は規制せず、当事者同士で適切な取引水準を決定すればよい」というレッセフェール方式を取る（この案による場合、交渉力の弱い中小業者およびその顧客の不利とならないかが懸念されている）。

③認可業者が非市場相手方を代理する場合には、取引相手方に明示の上、相当の保護を受ける（この限りであるが、②の問題が回避されていると評価されている）。

④代理関係等のある場合に絞った規制をFSAが作る。規制対象として、最良執行義務・注文執行順位・ソフトコミッション・顧客資産保護預りが例示されている。

(2)代理関係のある場合⁶⁰⁾。当時のルール（自主規則）では、背後にいる顧客（indirect customers）を次のように扱っていた。すなわち、代理人が相手方に本人代理であることを明示す

る場合、本人を基準として適用ルールを決定する。ただし、代理人が認可業者や海外相手方である場合、取引相手方は代理人基準によるべきことを書面で約定できる。

業界は、取引上の不確実性を減少するために、本人に対する責任を可及的に限定すべきと主張しており、また、FSAも、認可業者が代理する場合には原則として代理人主義を支持する態度をCP43で示した⁶¹⁾。

成立した規則は、認可業者等の場合には原則として代理人基準を取り、本人基準とする場合には書面で約定することとなった点で、当時の現行ルールよりも業界側主張に近いものとなっている(次号Ⅱ.2.1.,Ⅲ.1.)。

(3)海外金融機関⁶²⁾。可及的に英国業者と同等の扱いを志向するとしながらも、海外(正確には恒久的な事業活動地(place of business)が海外の場合)から規制業務(regulated activity)を行う金融機関については、海外の監督機関の管轄下、相応の能力経験を持つであろうとして、一律に市場相手方として扱うものとCP43では提案された。成立した規則でもそのようになっている(次号Ⅱ.2.1.)。

[B] 中間層顧客⁶³⁾

このクラスは、リテール消費者のような保護は不要だが、市場相手方よりは保護を必要とする金融サービス消費者(consumers)を特定することを目的とするとされる(CP43の説明がなぜここで「顧客」ではなく「消費者(consumer)」という語を用いたかについて特に説明はない)。

CP43によると、リテール消費者と中間層顧客との最大の違いは、後者は適切な技量を持つか、専門家の助言を得られるのが通常という点にある(年金基金など、そうすることが義務づ

けられている場合も多い)。

FSAは、「当然の中間層顧客」とされるものとして、①地方公共団体および公共団体(local authority or public authority)、および、②一定規模以上の会社・組合・信託受託者、を挙げている。「一定規模」としては当時のルールに従い、会社・組合では払込済資本ないし純資産500万ポンド、信託受託者では現金および(現在から過去2年間の任意の時点における)純資産額が1,000万ポンドであること、を提案している(認可業者が会社・組合・信託受託者の資産を管理する場合、運用額200万ポンドでも足りる)。

成立した規則では、上場しているかとか、投資スキームが運用の安全を志向するか等によって、更に詳細な要件が置かれているが、基本的には上の提案に従って中間層顧客が定められた(次号Ⅱ.3.1.。ただ、認可業者が管理する場合の軽減特則は設けられなかったようである)。

[C] 一般顧客⁶⁴⁾

先述したように、以上の2クラス以外の顧客すべてを含むクラスである。

CP43は①中間層顧客の要件を満たさない会社・組合・信託、②認可業者ではない個人、③ソロトレーダーの認可業者で規制業務(regulated activity)を行っていない者、④海外金融サービス業者に該当しない海外の個人、⑤組合ではないが単一の取引口座を持つ個人集団、を例示している⁶⁵⁾。

Ⅲ 各クラスに与えられるCOB上の保護

[A] 分類表

CP43は各顧客クラスに与えられるCOB上の保護について検討し、表の形にしている(図表2 COB項目とクラス別適用案)。これは、COBの具体的項目の1つ1つを、各クラスに

図表 2 COB 項目とクラス別適用案

COB ルール		市 場 相 手 方	中 間 層 顧 客	一 般 顧 客
1. 適用および目的 ⁶⁶⁾		○	○	○
2. 指定投資事業を行う全業者に適用される規則 ⁶⁷⁾				
2.1.	明確公正で誤解を招かない折衝	×	L	○
2.2.	リベートおよびソフトコミッション	L	○	○
2.3.	第三者利用の場合の確認事項			
3. 投資勧誘				
3.1. ⁶⁸⁾	適用：主体	×	LR	○
3.2.	適用：客体			
3.3.	適用：域外適用			
3.4.	目的			
(3.5. 総則 ⁶⁹⁾)				
3.6.	確認およびコンプライアンス	×	LR	○
3.7.	記録			
3.8.	投資勧誘の様式および内容			
3.9.	直接投資勧誘（非接触型）	×	×	○
3.10.	不招請の接触型投資勧誘	×	LR	○
3.11.	無規制 CIS と適格投資スキーム			
3.12.	海外から及び認可業者でない者の承認	×	×	○
3.13.	海外生保の場合の特則			
3.14.	インターネットその他の通信方法	×	LR	○
4. 顧客の受入				
4.1.	顧客の区分	○	○	○
4.2.	約款および顧客合意 (terms of business and customer agreement)	×	○	○
(4.3. パッケージ商品のサービス手数料に関する開示 SI 2004/89) ⁷⁰⁾				
5. 助言および販売 ⁷¹⁾				
5.1.	パッケージ商品に係る説明 SI 2004/89 ⁷²⁾	×	×	○
5.2.	顧客調査義務 (know your customer)	×	○	○
5.3.	適合性 (suitability)			
5.4.	顧客のリスク理解について	×	×	○
5.5.	業者に関する情報の提供	×	○	○
5.6.	手数料等の開示	×	×	○
5.7.	過当な手数料の禁止 ⁷³⁾	×	×	×
5.8.	海外ブローカーが顧客注文の執行を清算機関に回す場合	×	○	○

6. パッケージ商品の開示および顧客の解約権 ⁷⁴⁾⁷⁵⁾				
6.1.	商品開示(SI 2004/39)			
6.2.	重要な事項(key features)			
6.3.	販売後の確認(生保につき)			
6.4.	商品開示 特別な場合			
6.5.	「重要な事項」の内容および重要な情報(生保, CIS, ISA 預金, CTF, ステークホルダー SI 2004/88) ⁷⁶⁾	×	×	○
6.6.	将来予想			
6.7.	解約権			
6.8.	保険契約: 生保と損保			
7. ブローカー業務および資産管理(dealing and managing) ⁷⁷⁾				
7.1.	利益相反と重要な利害			
7.2.	手数料目当ての不当取引(churning and switching)	P	○	○
7.3.	公開リサーチ情報関連商品の取引禁止			
7.4.	顧客注文の執行順位の公正			
7.5.	最良執行原則	P	○	○
7.6.	適時執行	P	○	○
7.7.	顧客注文の執行方法(aggregation and allocation)	P	○	○
7.8.	一般顧客資産の処分			
7.9.	一般顧客への貸付			
7.10.	証拠金の徴収	×	×	○
7.11.	取引所での取引のない証券(マーケットメーカーの義務)			
7.12.	顧客注文と執行記録	P	○	○
7.13.	従業員口座(personal account)に関する規制	×	○	○
8. 顧客への報告				
8.1.	約定報告書	×	M	○
8.2.	定期資産報告書	×	M	○
(9. 顧客の資産) ⁷⁸⁾				

○: あり ×: なし L: 制限的にあり LR(limited relevance): あるが関連する場合に限る M: 適用あるが, 変更可能 O: 適用あるが, 排除可能 P: 本人が他クラス所属の場合に適用
 SIとある後に年号と番号とが書いてあるものは, FSA 規則の根拠となる命令を改正する命令である。

ついて適用があるかを網羅的にチェックしたものである。現行 COB 制定前の案であり, その後の変更(たとえば市場相手方に原則として適用のあった COB 9 (顧客資産) が CASS という別章に移された。また, いくつかの章⁷⁹⁾が追

加された)に注意する必要があるが, 大方において現行の COB が与えている保護と同じである。

現行規則が各クラスに与える保護の概略(網羅的ではない)を示す表は別所(次号 II .5.1.)

に挙げたので、ここではCP43で示された適否（網羅的である）をほぼそのまま⁸⁰⁾転載した。

大まかな傾向を言えば、「市場相手方」にはCOBは殆ど適用されず、代理関係のある場合に本人の地位を基準とする場合や、抽象度や技術性の高いルールに限っている。反して一般顧客にはCOBはすべて適用される。

難しいのが中間層顧客についてである。「3 投資勧誘」については、規制全般の適用が限定的となっており、また、「5 販売規制」については説明義務に係る規制が免除されている（そのほか、ポラリゼーション（polarisation）という、代理業者の利益相反に関する規定の適用が免除されていたが、同規定自体、2004年に見直された）。「6 パッケージ商品の開示」については、5の説明義務と同様に適用が排除されている。また「7 ブローカー業務に関する諸規則」（利益相反に係る規制や不公正取引禁止規制など）については適否は分かれており（利益相反や顧客注文の執行上の注意義務に関する規定は適用される）、「8 報告義務」や「9 顧客資産受託」（現行規定では廃止）については、原則として適用はあるが変更可能とされている。

章単位での傾向を見ていくと、1章および4章の定義規定はすべての顧客に適用される。3章、5章、8章は市場相手方には適用がなく、中間層顧客には部分的に適用される。6章はパッケージ商品という一般顧客向け商品にのみ適用されるため、一般顧客にのみ適用がある。7章は市場詐欺防止的規定はすべての顧客に、与信等の付随業務については一般顧客のみに適用がある、といった傾向が読み取れる。

すぐ後に詳述するように、整理表では、販売勧誘時の義務の中心である適合性原則および顧

客情報調査義務を業者に課すものとしているが、現行COBではこれらの義務は一般顧客に対してのみ認められている（ちなみに、欧州指令および米国自主規則では、顧客の知識経験等に関する情報調査義務を免除するが、適合性原則自体をすべて免除しているわけではない。また、英国自主規則では適合性原則は一般顧客に適用が限られていたようである。）。

[B] [補論] 適合性原則について

投資勧誘規制（とくに不招請勧誘禁止）と業者が勧誘する場合の説明義務（説明義務および適合性原則）とは、行為規制COBの中心といえよう。たしかに行為規制には、これらの販売関連規制のほか、利益相反禁止規定や執行上の注意義務に関する規定などがある⁸¹⁾。しかし、保護のあり方が目に見えること、また、遵守に要するコストが大きいことから、顧客と業者の双方にとって最も印象の強い規制なのではないか。

ところが、説明義務と適合性原則との適用が限界的に（とくに、中間層顧客について）判然としないという問題がある。そこで、明らかな点からまず確認していくと、既述のように、市場参加者にはこれらの行為規制の適用はなく、逆に、一般顧客に適用があることに問題はない。

中間層顧客については、上の表によると、不招請勧誘禁止（3.10）は限定的に、また、適合性原則（5.3.）については完全に適用があるとされている。しかるに、現行のCOBを見ると、文言上、不招請勧誘禁止についても適合性原則規定についても、その対象が原則として一般顧客に限られ、中間層顧客は対象となっていない⁸²⁾。中間層顧客に適用される行為規制は、利益相反禁止や執行上の注意義務に関する規

制、あるいは預り資産に関する規定などである。また、過去の自主規則時代の適合性原則関連の規定を見ても、主体は一般顧客 (private customer) であり、現在の中間層顧客にあたるエキスパート顧客には適用されていなかった⁸³⁾。

「中間層顧客 (あるいは、これに相当する層たとえば過去の自主規則でのエキスパート顧客) には、適合性原則上の救済はない」というのが英国における常識的な理解であり⁸⁴⁾、CP 43の表の立場 (中間層顧客にも適合性原則を適用する) の方が異例と思われる (なお、欧州指令や米国自主規則上の場合、プロフェッショナル顧客に適合性原則上の救済を完全に否定はしていない。これらの場合、業者は、適合性原則に関連して求められる情報収集義務を課されないというに留まり、欧州では以外の点については、各国規制に委ねている⁸⁵⁾。

ただし、以上は FSA 規則違反を訴訟で援用できるかの問題であり、民事上の請求を妨げるものではない。FSA 規則違反は原則として民事責任の根拠とされ (金融サービス市場法150条)、適合性原則の適用のない中間層顧客は同規則違反を理由とする民事上の責任を追及することはできないが、それ以外の根拠に基く訴えまで妨げられるわけではない。実際、中間層顧客クラス (日米でいえば適格機関投資家の小型の者や、適格機関投資家に該当しない事業法人) の投資家が、業者の説明不足や不適合な商品の勧誘を行ったことを理由に損害賠償を裁判上請求した例は著名なハマースミス・フラム事件のように絶無ではない⁸⁶⁾ (根拠として信託義務 (fiduciary duty) 違反などが考えられるが、ただし米国に比べて認められにくいといわれている⁸⁷⁾)。更に、すぐ後に述べるように、

英国では、一般顧客から中間層顧客へ移動する際に業者に適合性を判断させるが、その判断が不当であったことを理由として業者の責任が問われる可能性はあるようである。

要するに、(a)英国 FSA 規則上、中間層顧客には適合性原則による保護は与えられないが、しかし、(b)顧客の能力その他の条件に照らして不適切な商品サービスを提供した業者の責任を追及する可能性が裁判上、閉ざされるわけではなく、また、(c)一般顧客であるべき者が中間層顧客に上位移動した場合には、上位移動自体無効であり一般顧客として扱われる結果、適合性原則違反を主張し得る、ということに注意すべきであろう (ただし、「当然の中間層顧客」には(c)は該ならない (次号 II .3.2. に述べるように、事業法人の多くが「当然の中間層顧客」とされる)。ここに述べることは富裕層個人に典型的に妥当する)⁸⁸⁾。

「中間層顧客には適合性原則の適用はない」という部分のみ取り上げることは制度の紹介として不十分・不正確であろう。少なくとも、「上位移動にあたり客観的な資産要件の充足を確認さえすれば、業者は行為規制上の責任を一切免責される」というものではない⁸⁹⁾。不適格な一般顧客を上位移動させるのは論外だが、実質的に適格な顧客でも、審査にあたり手続を遵守し、その証拠を保存し、また、要求された年次審査を実施することが求められるのである。むしろ、適合性原則の趣旨を維持・発展させたものとするべきでないかと思う。

制度の趣旨 (必要な保護を必要な顧客に与えることにより、規制の過剰過少を防ぐ) の理解と対応とが伴わなければ、プロアマ区分制度を活かし、取引の合理化を実現することはできない。

〔IV〕 クラス間移動の要件

〔A〕 一般顧客と中間層顧客との間

かつての自主規則では、「一般顧客」を上位移動させる場合について、特定のサービスあるいは商品や市場に関する当該顧客の技量経験を業者が評価し、それに基づいて移動の是非を判断するものとされていた。評価にあたっては、当時の自主規制機関が挙げる諸要素を業者が斟酌すべきものとされていた⁹⁰⁾。ここに挙げられている要素はそのまま現行規則に承継されている（次号Ⅱ.6.3.2.〔Ⅱ〕）。

FSAは、資産基準のみ、あるいはそれを主な要因として上位移動の可否を決する主義を否定的であり、あくまで顧客の技量経験を斟酌すべきことを強調している（資産基準を原則とする米国規制を批判的に意識してのことと思われる⁹¹⁾）。下位移動に関してはCP43では触れられていない。

〔B〕 中間層顧客と市場相手方との間

上の〔A〕一般顧客と中間層顧客との間の場合と異なり、この場合の上位移動に関する自主規則は見当たらない。前述（Ⅰ.2.2.2.〔Ⅳ〕〔A〕）したように自主規則ではリテール顧客の二分（一般顧客とエキスパート）による行為規制適用の差別化を図っていたので、ルールがないのはむしろ当然であろう。

中間層顧客と市場相手方については、「大規模企業顧客（large business customers）」という、中間層顧客のうち所定の要件を満たす者のみ上位移動を認めるべしという主張が協議書DP1に対するコメントとして寄せられている⁹²⁾。これは、ホールセール市場の取引安全のため、能力の劣る者を排除しようという趣旨のものであることは明らかである。

FSAも、先の〔A〕の場合と異なり、投資

家本人の能力といった主観的基準のみではなく、客観的基準の適用が必要であることを当然としている。具体的には、営利法人については主観基準ではなく客観基準を取るべきとする。また、信託・社団・自然人の場合については、そもそも上位移動を認めるべきかを照会している⁹³⁾（結局、信託については資産基準を併用した上で認めたが、自然人には認めなかった。次号Ⅱ.6.2.2.）。

〔C〕 移動の効果は全商品あるいは全市場に及ぶか

面白いことに、CP43と現行COBとでは正反対とも見える結論が取られた。CP43では、上の〔B〕の市場相手方への上位移動の場合には、上位移動というよりはむしろ取引種類あるいは市場毎にそのような効果を認めてはどうか（別の言い方をすれば、移動を認める相手方業者との間での金融取引全てについて市場相手方として扱われる必要はない）という提案がなされる一方、〔A〕の一般顧客から中間層顧客への移動についてはそのようなことを述べていない。上の〔B〕の例については、中間層顧客である例えば事業会社などが「自分たちが市場相手方としての扱いを望むのは、金利デリバティブ取引や外為取引などのヘッジ取引を中心とする事業関連取引に限られ、それ以外の取引については中間層顧客の扱いのままのほうが都合がよい」といった意見を強く出していた。FSAは、この問題は業者と顧客との間で個別に決定すればよいことであり、原則としては全商品・全市場に及ぶとする方がよいという見解を示している⁹⁴⁾。

ところが現行COBでは、〔A〕の中間層顧客への上位移動では、取引種類や市場による限定を付す（次号Ⅱ.6.3.2.〔Ⅰ〕）一方、〔B〕

の市場相手方への上位移動ではそのような限定をしていない(次号Ⅱ.6.2.2. もっとも、上のFSA見解からすれば、業者と顧客の間での合意で部分的に市場相手方として扱うことは可能と推測される。この点について投資勧誘命令⁹⁵⁾参照)。

移動の効果が全部に及ぶ方が、移動先の市場の取引安全や業者負担軽減に資することは言うまでもないが、上に挙げた事業会社の要請に見られるような投資家の要請は満たし難い。個別合意の可能性がないではないが、それも不調に終わった場合には結局、実力に見合わない上位移動をするか(ただし業者が後に責任を問われかねないので、本来はできることではない)、移動を断念するかになる。

[V] その他の論点

[A] 市場相手方に固有の問題

通常のリテール取引の顧客とは異質であることから、市場相手方の取り扱いについて、根本的な議論が続いた。たとえば、先のDP1でも問題となったように、市場相手方は、COBの適用を全免され得ないのか、また、認可業者は原則として市場相手方として扱われるとした場合(現行規則ではこの問題には触れておらず、認可業者が当然に市場相手方として扱われるということはない)、認可を受けた業務以外について下位移動(中間層顧客としての扱いを受ける)は認められないかが論点となった⁹⁶⁾。また、市場相手方がリテール顧客に対して義務を負う場合に、当該市場相手方に対して市場相手方以外の処遇を与えられないかも問われた(次の代理問題にも関わる問題である)。

[B] 複数関与者のいる場合

CP43では、各論としてこのような場合に留意すべきという姿勢を見せているが、具体的に

検討することは特にしていない。代理関係のある場合に本人基準を取るか代理人基準を取るかという先述の問題(Ⅰ.2.2.3. [Ⅱ] [A] (2))が最も目立つケースであるが、そのほか、集団投資スキームや信託などで、個人が持分権者であるのが通常の場合を想定しているようである。

現行規則では、背景に個人の存在が予想される場合について上位移動の要件が加重されている(そもそもこれらについては、クラス分けの段階で資産基準を課す(Ⅰ.2.2.3. [Ⅱ] [B])など、通常の事業会社などに比べて保護が厚い。なお次号Ⅲ.1.3.2. も参照)。

注

- 1) Arun Srivastava & Michael Hendriksen, Getting New Customers in A Practitioner's Guide to the FSA Regulation of Designated Investment Business (Tim Cronick ed. 2d. 2004) [hereinafter Srivastava, Customers]; Marwan Al-Turki, Client Classification for Investment Banking Firms in A Practitioner's Guide to the FSA Regulation of Investment Banking (2002) [hereinafter Al-Turki, Client Classification for IBF].
- 2) 資料2-6 わが国法制におけるプロとアマの区分の例 米・英・EUのプロ・アマ区分<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20041224_sir/02_06.pdf>の「英国 金融サービス市場法」の部分のまとめは簡略ながら正確であり、また訳語(顧客の三区分別については「金融機関」、「法人顧客」、「一般顧客」という語を充てている)も良い(本稿では原語との関係を保つため、あえて直訳に近い語を選んだが、内容的には上の「まとめ」の訳語のほうがわかりやすいであろう)。
- 3) CP43, infra note 4 ¶1.4.
- 4) FSA, Consultation Paper 43: Customer Classification (Feb. 2000) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43.pdf>> [hereinafter CP 43].
- 5) 「個人(individual)」とは限らず、また、明確な定義を持つ他クラスの顧客を顧客全体から除いた残りという定義を与えられていることから、この語をあてた。
- 6) 「中間」とは、市場相手方と一般顧客との間という意味で、伝統的にはエキスパートといわれていた層である。
- 7) 現在ではほとんどが適用されないが、たとえばCOB 2.1の「明瞭公正で誤解を招かない折衝」といった抽象

- 度の高い規定で、対象が“firm”となっているものについては、適用がある。
- 8) Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 137によると、SFAとIMROの規則は、①市場相手方（market counterparty）、②信託受益者、③所定の事業投資者（an investor in corporate finance business）、は“customer”に含まないとしていたという。
- 9) 後に詳述するが、欧州指令のほうが顧客を二分する結果、プロ顧客に上は国から下は個人富裕層や中小法人まで含まれるため、プロ顧客の保護規制に過剰過少が生じやすい（プロ顧客は一般の顧客よりも商品販売上の自己責任が問いやすいという以上の能力を期待しがちとなる）という問題がある一方、ホールセール市場参加者であり業者の顧客というには無理がある適格当事者を顧客分類上のカテゴリーの1つとする不自然さ、ホールセール市場参加者と中間層顧客との間の連続性の悪さ、といった問題を免れている。
- 本文中にあるように、英国自主規則時代も顧客を二分しているが、一般顧客の例外であるエキスパート顧客が置かれるという位置付けにあるところ、欧州の場合、プロ顧客の規定が先行するという、ニュアンスの差が感じられる。
- 10) 未開示証券の勧誘の可否という観点からであるが、FSA規制以前の状況の整理として、青木浩子・国際証券取引と開示規制 [2000] 167頁以下、とくに171頁の注518を参照 [青木・国際証券取引]。
- 11) FSA1986の範囲外のキャピタルマーケット（money market）については、同マーケットを規律する特則（グレイペーパー Grey Paper と通称されていた。FSA, The Regulation of the Wholesale Cash and OTC Derivatives Markets Under Section 43 of the Financial Services Act 1986 para.70 (June 1999) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/grey.pdf>>）により、参加する非金融機関たとえば事業会社は、取引リスクに関する警告を与える義務を課されていた。Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 138.
- 12) Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 137は、その理由を「共通のソースによるから」というが、その共通のソースとはSIBのCOBであろう。FSA1986からの具体化（implementation）として、SIBの総則が第一の柱、SIBのコアルールが第二の柱、各自主規制機関のルール（適合性原則などはここに含まれる）が第三の柱として整理されていることについて、Jonathan Fisher & Jane Bewsey, The Law of Investor Protection (1st 1997)の29頁以下がわかりやすい。
- 13) Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 137. 用語の問題であるが、本文中の「一般顧客」をリテール顧客（retail customer）、「それ以外の顧客」を経験者顧客（experienced customer）と一般にいうようである。
- 14) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/hb-releases/rel30/rel30cass.pdf>>.
- 15) See Scrivastava, Customers *supra* note 1 at 147, fn 25.
- 16) Response to DPI, *supra* note 39 ¶ 7の囲みの解説はその趣旨ではないかと思われる。
- 17) 英国で customer と client を包括する語はないかであるが、CP43, *infra* note 23 ¶ 1.8によると、customer を広義に使った場合、そのような用法で用いることができるようである（同協議書の題目も「顧客（“customer”）の区分」となっている）。ただ、これは本文中に述べた CASS の語法（client を広義の顧客に用いる）とは異なる。なお「消費者（“consumer”）」という語（FSMA § 5(3)）も包括する語として使うことができると言われている。Ibid. とはいえ、中間層顧客（たとえば投資信託）や市場相手方（たとえば証券会社）の殆どについては、「消費者」という語を使うと滑稽な印象を与えるであろう。
- 18) FSA, Consultation Paper 57: The Conduct of Business Sourcebook, Annex A, A-29 (July 2000) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp57.pdf>> [hereinafter CP57].
- 19) Id. A30-A31.
- 20) 後注38参照。
- 21) 協議書のたたき台となる内容で、協議書と異なり規則制定に先立ち必ず作成されるわけではない。
- 22) FSA, DPI, Differentiated Regulatory Approaches: Future Regulation of Inter-Professional Business (Oct. 1998) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/D01.pdf>> [hereinafter DP 1].
- 23) FSA, CP43, Customer Classification (Feb. 2000) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43.pdf>>. [CP43].
- 24) FSA, CP43, Customer Classification Questionnaire (Feb. 2000) <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43_response.pdf>.
- 25) Delivering Appropriately Tailored Protection for Consumers (FSA/PN/020/2001) (June 2001) <<http://www.fsa.gov.uk/pages/library/communication/pr/2001/020.shtml>>; その時点での解説 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps45_57.pdf> および最終規則案 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps45_57_rules1-6.pdf, http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps45_57_rules7-12.pdf>.
- 26) See generally William Blair et al., Banking and Financial Services Regulation ¶¶ 2.1.-2.8. (3d 2002).
- 27) 財務規制 PRU については、当初、暫定規則集 IPRU といって、当時の各監督機関の持つ財務規制を寄せ集めにした形を暫定版として発表し、それを銀行財務規制に関する新パーゼル合意およびそれを受けた必要資本指令 CRD (Capital Requirement Directive) の作業を踏まえながら2004年から2007年にかけて整備していく予定である。財務規制については、金融コングロマリットにおける連結財務規制の可能性も考えて、銀行・証券・保険の財務内容をリスクベースで包括的に規制する進められている。包括的にとは具体的には、各リスクの計測の方法に一貫性をもたせるほか、リスク間での相関関係を踏まえた資本賦課を行うことを意味する。ただ、実際には計測や算定段階（パーゼルという第一の柱）での横断化

- は、保険と証券銀行の間で進んでおらず、むしろ第二の柱とされる監督監査手続での銀行界の方式を保険に導入することが目立っている。1999年からの関連資料一覧表が
 < <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/PSB/Publications/index.shtml> >にある。
- 28) < <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/COB> >.
- 29) Cf., Prudential Sourcebook < <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/PSB/index.shtml> >.
- 30) Supra note 11.
- 31) そもそも、主体の定義が銀行系の規制である greypaper (See supra note 11) と証券系の規制である SFA の自主規則で異なり、前者では、プロ間取引の主体を “wholesale professional” の 1 つに限っていたところ、後者では、ほぼ同じ範囲を “market counterparty” と “non-private customer” とに 2 分していた。DP 1 supra note 22 ¶ 2.10. 現行の COB における顧客分類としては、後者 (証券系の SFA) の分類や発想に統一されたか見てよいと思われる。なお、グレイペーパー (supra note 11) の区分は、ホールセールとリテールの区分を FSA1986 § 43 の「免除された者 (exempted person)」を使って行われており、リテールを 2 分する SFA の主義との対比で、各々、二分法・三分法と整理されることもある。Id. ¶ 2.31.
- 32) これは取引当事者の技能や経験 (expertise and experience) を問うもので、主体基準 (subjective criteria) と呼ばれているが (DP 1 supra note 22 ¶ 2.25. Id. ¶ 2.27 は公共団体についても触れており、「これらは仮に個人であれば信じ難い技量の低さで運用されている例もある」と皮肉られている)、本文中に述べたように、取引相手方の属性を判断する義務を負う業者からは極めて評判の悪い基準である。Response to DP1, supra note 39 ¶ 15 には、自然人をプロフェッショナルに含むか、その場合、資産要件を課すか (然りとすれば、その資産とは、不動産等の固定資産を含まない流動性の高いもの (liquid net worth) に限るべきか。また、資産内容について、顧客に正式な申告義務を課すべきか) について、意見があったとされている。
- 33) DP 1 supra note 22 ¶ 2.23-24 (ホールセールか否かの決定にあたり、一定以上の規模の取引は必ずホールセールに該当するという定義の方法がありうるが、市場や取引性格が多様化していることから、明快さというメリットは認められるものの、FSA としては使いたくないとする)。
- 34) DP 1 supra note 22 ¶ 2.4 (銀行系の規制であるグレイペーパー (supra note 11) は行為基準、証券系の規制である SFA は主体基準を採っていたという)。
- 35) 仮に主体基準をとる場合、何をもって区別の基準とするかという問題が次に出てくる。討議書は、米国は純資産基準を取るが、純資産の評価や、それが熟練度と比例しているという仮定の不正確さを理由に、純資産基準と合わせ熟練度 (expertise) を考慮することが望ましいとする。DP 1 supra note 22 ¶ 2.20-22.
- 36) FSA は、ここで問題とする「プロフェッショナル」の内容は様々であり、ホールセール・リテールという二分法 (FSA1986 § 43 に基づきグレイペーパー (supra note 11) が取っていた立場。これに対し、SFA ルールは柔軟な三分法を取っていると評価されている。See supra note 31) で割り切ることはできず (あえて二分法を取るのであれば、ホールセール部門を広く認める必要があるのではないか)、与えられる保護にも段階を設ける必要がある、という論調で述べている。DP 1 supra note 22 ¶ 2.30-36.
- 37) DP 1 supra note 22 ¶ 2.29, ¶ 2.27-2.3. クラス移動のほかにも、プロフェッショナル扱いの有無を取引種類によって分ける等の考えが示されているが、最も論じられているのはクラス移動 (とくに上位移動) についてである。FSA は試案として、プロフェッショナルの範囲をゆるく認める一方で、デリバティブなどの特定の商品については業者に強度の注意義務 (「顧客を知れ (know your customer)」) を課し (とはいっても、適合性原則 (suitability test) までの義務をプロ間取引に要求するものではないが)、当該取引に不適格な顧客を下位移動させてはどうか、と提案している。Id. ¶ 2.39.
- 38) Id. ¶ 2.19. Response to DP1, supra note 39 ¶ 22-26 は「プロ間取引に関する市場規制で、重要なものは何か?」という質問に対するコメントであるが、これを受けて FSA は、Principle 5 に関連して模範実務に関する詳細について規定していくこと、および従来グレイペーパー (supra note 11) に従ってきた店頭商品 (とくにデリバティブ) の規制の充実を図ること、業者適格性 (fitness and properness) の評価の充実を図ること、という意向を示している。FSA は N 2 に発表されるハンドブックとイングランド銀行による規制との間を埋めるつなぎのプロ間取引規制としてロンドンコードを発表しており (FSA, PS The London Code of Conduct: For Principals and broking firms in the wholesale markets (June 1999) < <http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/lcc.pdf> >), N 2 以降にこれに代わって適用されるハンドブックは、基本的にはこのロンドンコードを継承するが、カバーする業態が広がったことを鑑み、一般化や分量の減少を図ると述べている。
- 39) FSA, Response to Comments on Discussion Paper: The Future Regulation of Inter-Discussion Business (June 1999) [hereinafter Response to DP 1]. 回答者名リストが同 14 頁から 16 頁に掲載されている。
- 40) Response to DP1, supra note 39 ¶ 4. Id. ¶ 7 の囲みの解説は、純粋なりテール顧客保護のための COB 規制は、プロ間取引に適用はないことを明言している。
- 41) Id. ¶ 9.
- 42) それ以前の規制であるグレイペーパー (supra note 11) や SFA 自主規則は、市場相手方を保護されるべき顧客と考えていないことは明らかである。DP 1 supra note 22 ¶ 2.1.
- 43) Scriverstava, Customers supra note 1 at 140.
- 44) Response to DP1, supra note 39 ¶ 4. Id. ¶ 7 の囲みの解説。
- 45) 筆者は、プロ間取引規制を置くことはともかく、プロ

- 間取引規制とリテール顧客区分とを統合した点が、FSAの横断的規制という方針のもとになされた無理と考える。自主規則時代のように、プロ間取引規制とリテール顧客規制とは別物であるとし、リテール顧客規制は一般顧客を原則とし、その例外として（富裕層などの）規制の緩やかな顧客を認めるという規制のあり方のほうが、実態に良くあっており、また規制がきめ細かいため、過剰規制や過少規制が生じ難いと思われるからである。FSAの場合、本文中にあるように、三分法つまり、市場相手方・中間層・一般顧客というように、規制のほとんど適用されない市場相手方と、一般顧客の例外である中間層顧客とを置いているため、従来のあり方とさほど違わない結果となっているが、ホールセール問題である市場相手方とリテールの問題である中間層顧客という異質なものを連続させる無理がある。翻って、欧州指令の場合には、異質なものを連続させることはしない代わりに、リテール問題で一般顧客の例外たるプロフェッショナル顧客の幅を（英国エキスパート顧客や中間層顧客に比べて）広くとっているため、プロフェッショナル顧客の規制が過剰（国やメガバンクなど）あるいは過少（地公団や中小年金基金など）となる場合が出やすい（次号Ⅲ.4）という問題がある。
- 46) Response to DP1, supra note 39 ¶ 8は圧倒的多数がSFA型の顧客区分（三分法）を支持し、また区分の方法としては顧客の技能経験を元とした主体別の区分を支持しているという。Id. ¶ 13には二分法の支持者も相当はいるとしながらも、三分法のほうが常に多くの支持を集めており、その理由として本文中に挙げた理由を述べているという。
- 47) Response to DP1, supra note 39 ¶ 16.
- 48) Ibid.
- 49) Id. ¶ 21. Id. ¶ 19には移動の際に当該具体的状況を前提として移動が適切かどうかを判断する“appropriateness test”を用いてはどうかと示唆されている（この「適切性テスト」とは、おそらく銀行業界で用いる、証券規制における「適合性原則（suitability）」よりは柔軟かつ判断義務者の負担の軽い判断過程を指すものようであるが、具体的な内容は記されていない。ロンドンコードにはknow your counterpartyという規定がある（paras.31-37）が、これは資金洗浄関係の留意事項である）。
- 50) 具体的にはCP47およびCP83であるが、これらではプロ間行為規制の内容に重点が置かれているので、割愛する。FSA CP47, The Inter-Professionals Code (May 2000) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp47.pdf>>; FSA, Inter-Professional Conduct Feedback on CP47 Supplementary consultation on Training and Competence arrangements for Section 43 dealers and brokers (Feb. 2001) <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp83.pdf>>.
- CP 47 ¶ 7には「適用範囲の問題はCP43での決定に譲られる」と明記されている。Id. ¶ 1.30 table 1にはホールセール規制とリテール規制の方針についての徹底した比較が行われている。
- 51) CP 47 supra note 50 ¶ 4.
- 52) 適用範囲を定める規定中に「市場相手方」が使われており、これは定義集（glossary）に具体的に定義されている。COB4.1では代理関係のある場合等、特殊な場合についての解釈規定を置いている。
- 要するに、「市場相手方」が取引に関わらない限りMAR 3は適用されない。なお上注50に引用したCP47の説明も参照されたい。参考、MAR3.1.2.R「（本則は）何に適用されるか?」: 本章は認可業者（firm）で(1)(a)規制業務か(b)関連する付随業務に従事するもので、(2)規制業務が(a)本人として投資取引を行う場合、(b)代理として投資取引する場合、(c)アレンジャーとして行為する場合、(d)取引にかかる助言を行う場合、のいずれかに係る限りで、かつ、(3)(1)および(2)の行為がプロ間投資（inter-professional investment. 著者、Regulated Activities Order 所定の投資商品であり、プロに限定するものではない）に係るもので、市場相手方と共にまたはそのために行われる場合に適用される。
- 53) たとえば、<http://www.fsa.gov.jp/singi/singi_kinyu/gijiroku/kinyu/dai1/20051005_roku.html>（田中浩発言。「3分類とか4分類」とあるが、4分類という事例はないのではないか（あえていえば、3.6.で述べるFPO上の区分を考えているのかもしれない））。英国では、現在は三分法が取られているが、過去の自主規則では二分法が採られ、また、CP43の銀行業界の主張としても区別の基準は異なるものの、やはり二分法が主張された。また、欧州指令でも二分法が取られている（わが国投資サービス法案でも、形式的には四分法であるが、実質的には二分法が志向されている）。
- 54) ただし、後述（I.2.2.3. [Ⅲ] [B]）するように、適合性原則の点については、欧州指令の「プロ顧客」のほうが英国現行規制の「中間層顧客」よりも保護が厚くなり得る。
- 55) CP43, supra note 23 ¶ 1.9.
- 56) Id. ¶ 2.2.
- 57) Id. ¶ 2.4.-2.20.
- 58) 次号Ⅱ.2.1.1.に挙げた(e)を参照。
- 59) 要するに「効率的である（ない）」とか「モラルハザードがある」といった、常識的な評価に留まるが、各選択肢のメリットとデメリットとが以下に網羅的に述べられている。Id. ¶ 6.10.-6.26.
- 60) Id. ¶ 2.21.-2.27.
- 61) Id. ¶ 2.25.この問題に関するFSAの結論はともかく、説明には理解し難い点があるが、あるいは先述の銀行系の二分法（supra note 31）に立った見解なのかもしれない。この説明によると、「もし、認可業者が代理の場合も含み全て市場相手方として扱われるのであれば、そして代理の場合には本人を保護する適切な手立てが取られるのであれば、中間層顧客というクラスはいらないであろう」（CP43, supra note 23 ¶ 2.24）ということであるが、現行の中間層顧客たとえば投資ファンドを市場相手方と一般顧客とのいずれかに分類しなければならないとなれば、無理があるのではないか。顧客保護規定の適用のための顧客区分という問題については、銀行系の二分法（プロ間市場参加者のプロとそれ以外とを分ける）と証券系の三分法（市場相手方に並び、リテール顧客の

中に一般顧客とエキスパートとを認める)では、後者の方が適切であろう。

- 62) Id. ¶ 2.28-2.29.
- 63) Id. ¶ 2.30-2.34.
- 64) Id. ¶ 35.
- 65) Id. ¶ 2.35 and Annex A.
- 66) 現行 COB では11項目があるが、いずれも抽象度が高い、たとえば用語に関する規定である。
- 67) 現行 COB には以下の項があるが CP43表には挙げられていない。

2.4.	チャイニーズウォール
2.5.	免責
2.6.	隔地取引に関する一般規定

- 68) CP43表では項目区別はあるが3.1. から3.14. までの番号を割り当てていない。
- 69) CP43表では“exemption”という項があり、現行では総則 (general) という項があるが、両者は一致しないようなので扱いを留保する。
- 70) CP43表では“exclusion of liability”という項があり、現行では表に挙げた項があるが、両者は一致しないようなので扱いを留保する。
- 71) 現行 COB には以下の項があるが CP43表には挙げられていない。

5.9.	ステークホルダー年金に関する情報
5.10.	コーポレートファイナンス業務

- 72) SI 2004/89以前の CP43での項は「ボラリゼーションおよび業者の地位の開示」となっていた。
- 73) CP43表では“reasonable charge”となっており、またすべて×がついているが、現行 COB では“excessive charge”となっており、一般顧客にのみ適用がある。
- 74) CP43表の時点では解約権 (cancellation and withdrawal) については規定されていない。解約権は伝統的な投資商品には与えられず、主な適用例としては、大衆投資家の将来のための貯蓄を促進するタイプの課税優遇型投信型商品で、かつ異地取引 (distance contract. Distance Market Directive 2002/65/EC を受けた規制) のものがある。この章は、CP43での項目と現行 COB の項目との違いが最も大きく、近いと思われるものについて CP43での区分効果を示したが、不正確であることに留意されたい。ともかく、6章はパッケージ商品に係るルールであり、一般顧客にしか適用がない。
- 75) 有配当保険に関する規制の著しい発達を受けて、現行 COB には以下の項があるが、CP43表には挙げられていない。

6.9.	有配当保険の場合
6.10.	財務管理原則 PPFM (principles and practices of financial management)
6.11.	有配当保険契約者に対する PPFM 遵守に関する報告

- 76) CTF 育児信託とステークホルダーについては後に追加された。
- 77) 現行 COB には以下の項があるが、CP43表には挙げられていない。

7.14.	プログラム取引 (主体の開示)
7.15.	時価以外での取引 (違法取引でないかのチェック)
7.16.	投資リサーチ (利益相反防止規制など)

- 78) ハンドブックの Business Standards 中の COB から CASS に2004年に移動した。
- 79) 現行 COB では、「5 A ステークホルダー商品についての基本的助言」および「8 A クレームへの対処」の章が追加されている。前者については、性質上、一般顧客にしか適用がないと思われる。後者については特に顧客の範囲を制限する表現はないようであり、実際には一般顧客中心に使われるが、その他の顧客への適用も妨げないと思われる。
- 80) Id. at 33, 34. 筆者が手を加えたのは、注記および各項目を現行 COB に合わせ、CP43表との食い違いのある場合には調整内容について注記した点を除いては、技術的な修整に留まる。
- 81) わが国投資サービス法の検討過程で、行為規制について受託者責任の内容 (具体的には、資産運用・助言業者について①善管注意義務、②忠実義務、③自己執行義務、④分別管理義務、また、販売業者について適合性原則、裁量執行義務、価格公表義務) を導入せよといわれている (中間整理13頁) が、これと COB の主要な項目とはかなり一致する。
- 82) 不招請勧誘については COB3.10. に規定されるが、この COB 3 の章は COB3.2.5. に除外事例が整理されており、これによると、市場相手方と中間層顧客に対する勧誘は適用対象から外される。また、適合性原則については、規定が明瞭に一般顧客に限ると規定している。COB5.3.1. (Id. (5)の保険勧誘のように限定的に中間層顧客に適用される場合がないではないが、原則は Id.(1)の「一般顧客に対して直接に勧誘する場合」である)。
- 83) SFA Rulebook, Ch.5 Conduct of Business Rules 5-31 Suitability (「第一項 業者は本来業務ないし付随業務について、(A)一般顧客に投資について直接の勧誘を行う場合、または(B)すべての顧客につき一任勘定を設定する場合、勧誘や取引が適合的か (業者が知る、あるいは知り得べき顧客に関する事実、および、顧客が開示した事実を元に判断する) を確認する合理的の手続を取らねばならない。一任勘定の場合には一般顧客以外の顧客にも適用ありというのは示唆的で、米国では適合性の問題よりは信認義務が成立する問題としていたが、いずれにせよ、投資家保護が必要なわけである) ; SIB Release 94, Core Conduct of Business Rules 16 (Suitability) (SFA 規則を含む、自主規則全般の通則であるが、やはり勧誘については適合性原則は一般顧客のみ対象とすることを明言している)。英国の場合、本文中に述べたように、リテール取引の相手方である顧客の中から、不招請勧誘禁止や私募証券販売禁止の及ばない、ハイリ

スク商品に投資できる富裕層や事業会社などを「エキスパート顧客」として区分した経緯があり（翻って欧州指令では、ホールセール市場参加という観点も入るため、金融機関などがプロフェッショナル顧客に含まれるほか、エキスパート顧客に対して必要な保護の程度の焦点を合わせにくい）、そういう経緯からすれば、（詐欺や極端な不公正の場合を別として、また「適格性原則」としてどの程度のものかを考えるかにもよるが）適格性判断を業者に要求するのは矛盾と考えるのではないか。

- 84) そもそもをいえば、一般顧客には勧誘できないが中間層顧客にはできるといった未開示商品等は、第一に不招請勧誘禁止によって区分される。そこで、不招請勧誘禁止が適用されないという時点で既に、顧客審査（たとえばKYCルールや顧客の理解（極めて初歩的なリスク理解の確認）手続であるとか、ここにいう適合性原則）を業者に求めるのが殆ど意味がないと考えられるのであろうか。

また「適合性原則に基く義務」と一口にいっても、その判断の前提となる調査が業者にどの程度求められるかによって、義務の内容・程度が全く変わってくる。たとえば、顧客の資質についての調査がおよそ不要であり、また、取引内容の適正等についても関与する義務が一切ないというのであれば、たとえハイリスク商品を勧誘販売する場合でも適合性原則違反を理由とする業者責任が認められることはほとんどないであろう（現実にはむしろその他の不正たとえばチャージングなどで責任を問われる場合が多いであろう）。なお「適合性原則の適用がない」といっても、極端な場合には、たとえば誠実公正義務違反として責任を問うこともできるのではないか。

逆に、業者側の義務を重く見る場合（とくに助言義務のように勧誘後も何らかの責任があるとする場合）には、適合性原則違反が成立する場合が多くなる。

- 85) 欧州指令については青木浩子「欧州の新投資サービス指令における顧客区分および説明規制」千葉大学法学論集20巻3号118頁（2005）「青木1」を、また、米国については季刊「証券経済研究」2006年掲載予定の別稿「青木2」を参照。
- 86) デリバティブ関連商品の訴訟が多い。William Blair, Liability Risks in Derivative Sales, J. Int'l Bank. L. [1996] 1, 18.
- 87) Id. at 22. 根拠として、詐欺・虚偽表示、契約上、開示義務や助言義務が金融機関に特に求められる事情があったか、などが検討されている。悪質な事例では大方において詐欺的要素が認められるため、解決の妥当性にはさほど問題はないということであろうか。
- 88) わが国では、中間整理の時点では、適合性原則の適用が一般顧客以外の顧客についてあるかについては検討中であり、また、民事上の効果については、それに関連する金融商品販売法の投資サービス法上の位置付けが明らかでないことから、およそ論じられていない。参照、青木浩子「プロ・アマ投資者の区分」証券経済研究2005年12月号37頁、51頁、57頁「青木」。現時点では最終的な案は不明であるが、仮に、①プロアマ区分（クラス間移行を認める）を設け、②適合性原則についてはプロに適用はないとし（それゆえ、適合性原則違反を理由とする

行政上・自主規制上の制裁を受けない）、ただし、③民事責任には、金融商品販売法のような形としても関わらない（適合性原則が適用されないプロ顧客も、民法規定を根拠として「適合性違反」を理由に民事賠償を裁判上、従来どおり求めることができる）のであれば、海外の事情に構造的にはかなり似る。ただし、わが国の場合、裁判所による救済が主であったので、上のルールが採用されても、業者責任の予測可能性はほとんど全く改善されまい。そもそもをいえば、「プロアマ区分」という大掛かりな規則（区分の上、従来の行為規制すべてについて適用の有無を検討しなければならない。その過程で、区分の是非が再検討され、結局、区分が相当に複雑となることが予想される）を制定する必要はなく、一般顧客について特に保護を強化する規則について「所定の顧客（プロ顧客に相当）には適用しない」と規定すれば足りる問題のように思われる。

- 89) これに対して、わが国業界はプロ投資家に対する無責を得たいという動機が強いようである（顧客と商品との複雑化や訴訟の増大を鑑み、何らかの防衛手段（責任制限ルール）が必要と考えられているようである）。確かに近時のわが国では、業界の意見を汲んで規則を制定する度合いが英国よりも弱いようなので、費用対効果の良くないルールを課されることを業界が警戒するのも無理からぬ事情がある。しかし、業界が制度の構築や運営に積極的に参加し貢献していくのでなければ、制度から得られるメリットには限界があろう（業界側が責任に裏打ちされた審査を通じて適格な顧客を選出するという貢献をしない限り、得られる無責の程度は限られたものとなる。仮に無責が広く得られても、裁判上、逆転される可能性がある）。たしかに、適格な顧客を選ぶにはコストがかかり、また投資結果が思わしくない場合に理不尽なクレームをつける顧客があることは事実である。しかし、その費用と便益（顧客や販売の拡大）を計算の上で活動する自由を認められるほうが、業界顧客の双方にとって有利ではないか。現在の裁判所による適合性原則の運用もある程度指針となとはいえ、新商品の基準とはなりにくい。なお、「リスクが高すぎる場合には取引しない」という選択肢が業者側にあることは言うまでもない（業界慣行に合わせず、自身で判断することが求められる）。

- 90) CP43, supra note 23 ¶3.5.
- 91) Id. ¶3.6. CP43では客観基準の併用も考慮するとしていたが、結局、上位移動は主観基準のみにより決されることとなった。
- 92) Id. ¶3.7.
- 93) Id. ¶3.8.
- 94) Id. ¶3.9.
- 95) 次号Ⅲ.6（補論3）を参照。同令は財務省令としてFSAハンドブックとは別途制定されたものだが、「富裕層（high net worth companies and individuals）」という、資産基準による投資家クラスをCOB適用免除者として定義している。そこで、同令によれば、資産基準によって行為規制の免除を得ることが可能である。

- 96) CP43, supra note 23 para.2.4.

（千葉大学大学院専門法務研究科教授）