

米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆（下）

青木浩子

要 旨

金融商品取引法（金商法）の行為規制については、立法上の詰めを欠いたまま、政令・内閣府令に委ねられた内容が多い（前号参照）。説明義務・適合性原則を始めとして、今後の補充や見直しの必要性が予想される。そこで、適合性原則に関する米国証券自主規制機関の規則・会員通知・処分例と、受託者責任に基づく説明義務違反に関するこれも米国の裁判例とを紹介したい。前者は主にわが国自主規制機関の活動および社内基準を考える際の、後者は販売勧誘・資産運用助言・資産管理の各業務にわたって金商法が導入した受託者責任およびそれに基づく一般的義務を解釈する際の参考となろう。

本稿は、①民事救済に立脚したわが国リテール規制は、金融商品の複雑化および投資の大衆化を前提とすれば不適切・不十分である、②自主規制機関による事前規制（商品および取引類型の業界周知、顧客保護に向けた制裁の多様化）の原則化が合理的である（不可能であれば、規制監督機関によるきめ細かい事前対処により代替すべきである）、③州法法理を踏まえた一般的義務とくに受託者責任の裁判上の追及は、例外的・最終的な救済制度としてしか期待できない、の3点を主張している。金商法はこれらと逆の方向を向いている。すなわち、受託者責任を中心とする一般条項をリテール投資家保護規制として置き、民事救済への依存を深める一方、自主規制の発達を特に促しておらず、金融庁自ら監督内容を具体化する意向も示していない。

目 次

はじめに

1. 金融商品取引法のリテール規制（前号）
2. 商品別解釈および制裁に関する NASD 会員通知
2. 本稿の検討方針および概要
（この項目を前回目次から変更）
3. 裁判における自主規則
- I. リテール業務に関する NASD 規則
- II. 金融商品販売と受託者法理に関する米国裁判例
1. 業者責任追及の方法—裁判上、どのように適合性の問題を争い得るか
1. 適合性原則および NASD 規則の概要

2. 信認義務に基づく構成と問題点

Ⅲ. 考 察

2. 本稿の検討方針および概要

前号は金融商品取引法の検討（主に顧客のフロアマ区分要件および効果の点について）に終始したが、本号では本題に戻り、金商法の今後の参考となりそうな米国証券リテール規制の紹介を行いたい。内容としては、第一章で自主規制機関である全米証券業者協会 NASD による規則制定および執行を、勧誘の顧客適合性に関するものに限定して扱い、第二章では裁判上の、つまり顧客のブローカーに対する不適切な勧誘に関しての民事賠償請求について扱っている。前者では、リテール規制といっても、自主規則のごく一部に過ぎない適合性規則を取り上げたに過ぎないが、自主規則一般に関する事項（特に I.3 の民事効付与に関する議論）にも妥当する内容が少なくない。また、後者でも、不適切な内容の勧誘に対象を絞った上で、可能な訴えの構成のうち重要な信認義務（受託者責任）に重点を置いて検討しており、すべてを網羅するものではない。とはいえ、適合性の問題は、説明義務や不招請勧誘といった問題に隣接する主要な問題であり、この部分の解釈・運用に関する動向を知れば自主規制や判例法のあり方の相当部分をカバーする（他のリテール規制の端緒として、たとえば利益相反や最適執行などが考えられるが、馴染みやすさの点で難があるう）。

ところで適合性に関する先行研究は多い。いくつかの分野に分けて見ると、米国¹⁾とそれ以外とくに欧州（英国²⁾とドイツ³⁾）についていずれも研究がある。欧州では金融サービス指令

1. 米国リテール規制のあり方から学ぶべきこと

2. 金商法の何が問題か

を受けた各国法規が設けられる点が特徴的である。また、金融商品（証券を含む）とそれ以外という分けもあり、後者については通信法上の規制として利用者（消費者や個人投資家に相当）の保護が図られる例の紹介が見られる⁴⁾。業種別で見ると、保険商品に関する論稿が多い⁵⁾。ただ、最近の米国の証券に関するリテール規制、具体的には NASD 規則（規則明文から更に立ち入った内容）と裁判例の紹介はなかったようである（なお、適合性の問題を含む行為規制一般について、連邦法や SEC 規則は原則として存在せず、NASD 規則および裁判例が重要な基準となる。その他、SEC 審決や仲裁などもあるが、先例としての価値は限られる）。

I. リテール業務に関する NASD 規則

1. 適合性原則および NASD 規則の概要

(1) 適合性という問題の位置づけ

本稿は、業者が販売する投資商品（正確には、デイトレーディング口座開設等の場合も含み、それゆえ、業者が利益を得る取引というのが正確であろうが、以下では「商品」あるいは文脈上「証券」とする）と投資家との不適切（「適合性」とする）を理由に、業者が責任を負う要件について考察する。

適合性に関する業者責任には、法律に根拠を持つ場合と、それ以外の場合とに分かれるが、

米国で基本的に重要なのは後者にあたる自主規制（うちNASD規則が最重要）に基づく責任である。適合性が法的に全く問題にならないわけではない。しかし、法令上、適合性について、顧客に対する責任も、業法上の制裁も明記されていない⁶⁾。また、裁判上、適合性違反は、州法や連邦法に基づく民事責任上の要証事実の立証に関わるに留まっている。業者活動に対する抑制効果も、自主規制のそれに比べて限られるようである（I.3, II.1（2）を参照）。

なぜ連邦規制（特にその中心をなすSEC規則）には適合性に関する責任規定がないのだろうか。連邦が州に対して優先して規則制定・監督権限を行使するには法律上の根拠が必要などころ、この問題に関しては明確な根拠規定はない。しかし、一般的な授權規定に基づき、監督機関である連邦証券取引委員会SEC等が業者の行為に関する規制（行為規制。conduct of business (COB) or business standards）を置けないわけではなく、現に適合性以外の行為に関する一般的な行為規制や個別具体的な適合性規制（一般的な行為規制の例としては詐欺禁止規定、個別具体的な適合性規制の例としてはペニースtock規制⁷⁾が挙げられる）が設けられている。また、自主規制機関加入が強制されていなかった時期にSECが証券業者の相当数について直接に行為規制に関する規則制定および監督を行っていた時期が過去にあった⁸⁾。要するに、SECは適合性関連規則を制定できないわけではないが、敢えてその権限を行使せず、自主規制機関による規則制定および執行に委ねているわけである。理由は、商品もブローカーサービスも激変していく中で、監督機関が事前規制を設ける、あるいは、裁判所が規則違反を事後判断するよりは、業界に自主規制の制定お

よび執行を委ねる方が妥当という判断からのようである（後出I.3参照。ちなみに英国では、自主規制機関SIB廃止の帰結として、監督機関FSAが商品別の規制を直接に制定・執行している）。

自主規制機関のうち最重要なのが全米証券業者協会NASDである。これは連邦証券取引所に規定される登録自主規制機関であり、現在、登録協会が一つしかないことから米国の全証券業者が加入している。その他の自主規制機関で証券（証券取引法という証券）に関連する自主規制を設けているものとして証券取引所（ニューヨーク証券取引所NYSEなど）があるが、本来の規制目的が取引所参加者である業者の一般的な保護にあり投資家保護と必ずしも一致しないというほか、以下に紹介するNASDの例のような活発な活動は行っていないので検討の対象から外した。また、証券取引をSECと共管する監督機関とくに全米保険監督者委員会NAICや商品先物取引委員会CFTCの規則（たとえばハイリスク商品について、適合性判断を業者に求めることがそもそも適切かといった問題について）も参考となる⁹⁾が、対象が限られるのでこれも検討対象から外した。

（2）適合性に関するNASD規則

（i）NASD規則の歴史

適合性に関するNASD規則について、その具体的内容に立ち入る前に発達の経緯および関連規制について概観しておきたい。時代によって問題状況や監督体制、法規その他規則のあり方が異なり、古い判例や文献を誤解しないためにも必要と思われるからである。

適合性に関する自主規則は、金融経済の発達を反映して3つの転機を迎えている。第一が、

大恐慌を契機に連邦証券法規が整備される過程でNASDが業者の倫理規範として適合性規制を設けた時期であり、これが現在の規則2310の原型となっている。そもそもNASD自身、1939年に連邦法上の承認をSECから受け¹⁰⁾、それまでの私的な同業者懇親組織に留まらない、自主規制機関としての位置づけを得た。

第二の転機は、1960年代から70年代初頭の証券投資の大衆化・販売方法の積極化に伴って生じた諸問題に対するSECとNASDによる対処の時期であり、NASD規則が法的に、とりわけ、民事訴訟上のような意味を持つかが問題となった。なお、この時期、適合性違反の勧誘以外にも様々な販売行為が問題視されており、これらは「詐欺 (fraud)」と一括して扱われ、諸解説も適合性問題を「詐欺」の一つとして扱う傾向がある¹¹⁾。当時、「詐欺」の内容が形成過程にあり、たとえば過当取引は連邦取引所法上の一般規則10b-5に基づき民事請求の対象とされる一方、「適合性」は訴訟で直接には争い得ないといったことが確定していった (詳細はI.3およびII.1(2)で扱うが、基本的にNASD規則違反の制裁はNASD自身によるそれに留まり、裁判上の私的訴権の根拠とはならず、せいぜい主張を立証する手段として認められるに留まる)。その一方で、NASDによる適合性ルールの敷衍および執行が行われるようになった¹²⁾。このように、適合性の問題は、連邦規制上の「詐欺」の類型とされる諸行為とは殆ど別物となっているにも拘らず、並べて論じられることが多い¹³⁾。

第三の転機が、1990年前後 (1987年のブラックマンデー、および1994年の金利低下による地方公共団体の派生商品取引等に目立った大型損失)の証券の複雑化と地方公共団体や事業会社

等の機関投資家による大型損失発生を契機としたNASD規則の見直し・発達 (たとえば機関顧客の扱いについて)の時期である。米国では、わが国や英国のように対プロ顧客取引について主要な行為規制の適用を免除するのではなく¹⁴⁾、顧客側情報収集義務を所定の「機関顧客」については課さない、という控え目な規制に留まっている。この第三の転機に引き続き、近時、NASDの規制監督権限行使の活発化が著しい¹⁵⁾ (ホームページの「NASDについて」に紹介されるように、2000年に店頭市場Nasdaq部門を売却し、監督機能に集中している)。また、90年代を通じてのブローカー業務の変化 (伝統的なブローカー業務に加え、一方に、電話やインターネットを用いたディスカウントブローカーと呼ばれる受託専門業務が発達し、他方に証券取引の複雑化についていけない投資家層に対する助言サービス業務が発達しており、要するに、ブローカー業務の内容が一つに定まらなくなっている)により、業者責任の要件 (たとえば「勧誘」の定義)や責任の範囲 (たとえば、取引成立後も助言義務を負うか)について、それまでの規則が予想していない状況が生じている。NASDは主に商品別解釈の会員通知という形でこれらの問題にあたっている (2.(2)(3)を参照。ちなみに、ブローカー業務の変容とくに助言機能の増加による顧客情報収集および継続的助言に関する責任の強化については、ブローカーに対する投資会社法上の投資顧問登録規制の適用という形でSECも近時扱っている¹⁶⁾)。

(ii) 現行規則の内容

現行NASD規則そのものについては詳細な紹介論文が2000年に出されている¹⁷⁾。そこで、本稿では以下の(ii)で規則の概要および上論

文にない内容を述べるに留め、同論文が扱っていない規則適用の状況について項を改めて述べることにしたい。

(a) NASD 規則は、中心となる一般規則およびこの一般規則に対する最近の改正と商品別個別補足とから成り立つ。規則を敷衍するものとして会員通知 NTM (notice to members. XX-YYY というように表示される。XX は西暦の下二桁、YYY は当年度の通知番号) が頻発している。規則に違反した場合、NASD の制裁に服する。SEC はこの制裁内容を承認 (affirmation) するか否かを決する。制裁内容に不服な業者は、NASD ではなく SEC 承認を争う形で裁判所に提訴する。

NASD 規則は 5 部 (①総則 (0100系)、②会員資格および登録規則 (1000系)、③行為規則 (conduct of business. 2000および3000系)、④市場規則 (marketplace rules. 4000系)) に分かれており、適合性規則は③行為規則に収録されている。具体的には、証券一般に関する総則 (2300系 (顧客との取引) の規則2310 (顧客への勧誘 (適合性)) および規則2315 (店頭エクイティの場合の特則)) と、個別商品に関する特則 (2800系の「特殊な商品¹⁸⁾)」がある。証券一般に関する規則2310が中心となる規定であり、サブルールが 3 件 (ペニーストック規制の解釈¹⁹⁾・不公正取引の例²⁰⁾・機関顧客に対する適合性規則上の義務の軽減²¹⁾。第三のサブルール (IM-2310-3. ①顧客の投資判断能力、および②顧客が勧誘を元に独立して判断している程度、が対機関顧客の適合性に関する義務の範囲の決定に重要であるとした上で、前者には①外部の助言者 (コンサルタント・投資顧問・銀行など) の利用、②金融市場経験一般および当該商品に関する経験、③証券の経済特性の理解、

④市場の証券への影響の理解、⑤証券の複雑さ、を、後者には①関係およびサービスに関する顧客業者間の取り決め (書面か否かを問わない)、②顧客が業者勧誘を承諾する様式の有無、③他の専門家から得た情報等の利用、④勧誘する取引との関係で業者が知る資産ポートフォリオ情報および投資目的の内容、等を参考として判断せよとする) が補充規定として重要である) 付されている。更に解釈を補うものとして、適合性に関する会員通知が過去20年間に200件ほど出されている²²⁾。

規則2310²³⁾ は 3 回の改正 (NASD-95-39, NASD-90-09, NASD-90-39) を経ており、特に1990年改正による (b) 項追加によってリテール顧客の情報取得を業者に義務づけている。

規則2310条

(a) 顧客に証券²⁴⁾の売買交換を勧誘する場合、会員は、あれば (if any) 顧客が開示した証券保有状況および財務状況および必要性に関する事実に基づき、勧誘が当該顧客に適切であることにつき合理的な根拠を持つことを要する。

1990年追加

(b) 機関顧客 (institutional customer) ではない顧客に勧誘した取引 (マネーマーケット投信投資を除く) の執行前に、会員は、以下の情報取得に合理的に努力せねばならない。(1)財務状況、(2)課税状況、(3)投資目的、(4)その他の、会員ないし登録外務員 (member or registered representatives) が勧誘を行うに際して合理的な情報。

(c) 本則で「機関顧客ではない投資家 (non-institutional investor)」とは、規則3110 (c) (4)にいう「機関勘定 (institutional account)」の要件を充足しない投資家をいう。

本条 (a) 項は「あれば」としており、情報取得義務を業者に課すものではないと一般に考えられていた²⁵⁾ところ、1990年改正により、一般顧客については所定の情報取得について合理的な努力が求められることが明らかとされた²⁶⁾。「合理的な努力」の内容については、サブルールや会員通知、制裁事例で具体化されている。なお、規則2310 (c)、規則3110 (c) (4)にいう機関勘定 (保有投資証券5,000万ドル以上) と1996年に導入されたサブルール IM-2310-3 にいう機関顧客 (institutional customer. 保有投資証券1,000万ドル以上。この機関顧客については規則2310 (a) の情報取得義務が免除される) とは異なるが、これは前者が前提とする規定の廃止によるものであり、要するに後者を基準として考えればよいようである (後出の表1の通知95-21を参照)。いずれにしても、私募開示免除に関する適格機関投資家要件を定める規則144A (基本的に保有投資証券1億ドル以上) とは全く異なった基準が採用されている。欧州指令におけるプロアマ基準 (プロについて適合性規則を含む行為規制の多くを免除する) は比較的多様かつ満たし易いのに対し、米国規制は金額基準であり、効果としても1990年改正で導入されたリテール顧客情報取得義務を業者に課さないというに留まる (適合性規則を課さないというのではない。IM-2310-3 から明らかかなように、対機関顧客に対する適合性規則上の義務の水準は、金額基準以外の諸要素を勘案

して決定される)。そのため、機関投資家に対する業者責任を限定することは難しい (顧客をプロとすることによって規制の適用除外を得ることができない²⁷⁾)。

(b) 情報取得に際して顧客側に問題がある場合、たとえば、資産や投資判断能力を偽った場合や、あるいは、業者から全く勧誘していない場合 (適合性問題は、勧誘が前提となっていると一般に解されている) にもなお、NASD 規則違反となり得るか。顧客に帰責のある事案についてなお業者責任を認めた NASD 判断を肯定した判決例 (複数) を踏まえ、Poser²⁸⁾ は「顧客に投資助言する場合あるいは一任勘定を運用する場合、顧客の財務状況および必要性に一致した勧誘・助言 (recommendation) しかしてはならない」²⁹⁾ とする傾向が認められると指摘する。また、伝統的なブローカー業者についても、顧客情報を正確に把握していない³⁰⁾ 場合、把握している限りで慎重に (たとえば資産収入とも把握できない場合、ゼロと仮定して) 勧誘を行わねば、業者が顧客情報を知る努力を怠るであろう (欧州の新投資サービス指令について欧州証券監督者委員会 CESR はこのような見解を示している)。情報の更新は特に義務づけられていない (表1の1998年 NASD 見解参照。ただし、個別の通知で更新を促す例はある。例、表1 1999年冬 ハイイールド債) が、懈怠が甚だしい場合、それを処分の一因とする例が見られる (表3の事例3を参照)。

これ以外の限界的な事例 (たとえば、①顧客が機関投資家的性格を持っている場合の責任の限界、②顧客に対するサービス供与の時間的範囲 (受託内容執行後も助言義務を負うか)) については、後出の会員通知 NTM (特に2005年前後の比較的抽象度の高い商品別会員通知にお

いて）もだが、むしろ州法上の各種の根拠（特に受託者法理）に基づく訴えで検討されることが多く、裁判所によって結論を異にする（後出 II.2（2）（ii）（a）参照）。

（c）NASD 会員通知03-71は「販売前に十分な調査および合理的水準の適合性分析を行い、また、顧客に勧誘する前に顧客別適合性判断を行わねばならない」とする。前者の「合理的水準の適合性分析」では、顧客でなく業者サイドでの対応が問題となる（後出の表2の通知05-59がこれを現実に適用した好例である。そこでは「不特定の顧客の理解」という表現をとるが、目的は業者の内部統制の構築にあり、顧客の理解よりは業者の態勢整備と解するほうが実体に近いであろう）。すなわち、ある商品が投資家一般に適合的かどうかを判断する過程である（わが国実務に引き直せば、公募適合的な商品であるか否かを判断し社内規則化する過程等に近いと思われる）^{31, 32)}。以下の商品別会員通知や制裁例を見ると、前者は業者の内部統制の不備を問題とする場合に、また後者は現場外務員の情報収集の不足を問題とする場合に用いられ、二分することに機能的な意味が認められる。

（d）NASD が適合性義務を問題とするのは業者の「勧誘」がある場合に限られる。これは規則2310自体、適合性義務の前提として、勧誘を行うときであることを明言していることである。限界事例についての問題は、勧誘の有無という事実認定について表1の通知96-60を参照）ものの、「勧誘」がなければ適合性は問題とならないことは、各種通知で繰り返されている（たとえば表1のネット取引に関する通知01-23。ペニーストック規制に関する解釈、IM-2310-2）。

「勧誘の有無に関わらず」として要求される義務は、日本でいえば説明義務に相当する、顧客一般に対する説明事項に関わる場合に課されるようである（例は少ないが、通知04-45 変額据置年金に関する NASD 規則提案では、勧誘の有無に関わらず、商品特性に関する簡単な説明書の交付を要求するほか、指定登録機関による契約内容チェックも勧誘の有無によらず必要とされている）。また、後出の適合性に関する裁判例（特に受託者責任を根拠とする場合）には勧誘を要件としない場合も少なくない。

（e）以上が現行規則の概要であるが、ここで「適合性」という語の用法を整理しておきたい。わが国では、「適合性」という語は法律レベルで用いられる（金商法40条の見出し）が、民事責任追及の根拠とはならないと一般に考えられている（前号参照）。とはいえ、裁判上、不法行為に基づく請求に対する判決において「適合性」という語を用いる例はないではない。ただ、当事者間の紛争を扱う裁判は、不特定多数を扱う行政と異なり、業者が不適切な証券を勧誘したという問題を当事者間の説明義務違反の問題として扱う傾向があるようである³³⁾。一方、米国では上述のように「合理的水準の適合性分析」と「顧客別適合性判断」とに分け、前者を業者の内部統制等の欠陥について判断する場合に、後者を具体的な勧誘局面における問題を判断する場合にあてはめる。後者がわが国の適合性原則にほぼ相当する³⁴⁾と思われる。わが国の説明義務に相当する内容は米国では NASD 規則中に分散している（「合理的水準の適合性分析」は不特定の顧客を対象とするものと説明されることから、説明義務に一致しそうであるが、実際には内部体制（COSO キューブのコンプライアンス目的部分）整備の文脈で

よく使われるので、わが国でいう説明義務の内容と一致はしない³⁵⁾。

また、米国では裁判所判決で「適合性 (suitability)」という語が用いられることは比較的先である (後出 I.3 参照) が、用いられる場合には「適合性法理 (suitability doctrine)」に基づくという表現が取られ (「法理」という表現から判例法上の訴権であることが示唆される³⁶⁾)、NASD 規則違反の場合 (この場合には「適合性規則 (suitability rules)」の違反と表現される) と区別されるようである。わが国では、金商法等中の業法違反の場合も裁判上の不法行為規定適用の場合も特に区別なく、「適合性原則 (違反)」といているようである³⁷⁾。

2. 商品別解釈および制裁に関する NASD 会員通知

(1) 概観

2000年前後から今日まで NASD は適合性規則に関して活発に解釈通知の公表や制裁実施を行っている。背景には、NASD が店頭市場部門を分割処分して規制監督に専念するに至ったというほか、1990年代に個人の証券投資が (電話やインターネットによるディスカウント業務の登場や好況、節税効果のある年金商品の一般化などにより) 活発化した反面、2001年のテロやエンロン事件等の企業開示詐欺を契機とする暴落による投資損失が問題化したことから、投機的投資や投資顧問等サービスのあり方に関する再考および規制が求められたようである。1990年代には投資判断能力が低い機関投資家に関する事案 (オレンジ郡の派生商品取引などで知られるケース) が多く報告されたが、最近では個人投資家に複雑な商品や取引、あるいは投機的証券とは一見対極的だが実はリスク高の貯

蓄性保険を勧誘する例が目立っている。

適合性規則に関する NASD の会員通知は、ここ 2、3 年の間に大きく変化している印象を受ける。先述したように、NASD は適合性を「合理的水準の適合性分析」と「顧客別適合性判断」とに分けて、証券業者の組織的問題 (特に内部統制の不備) については前者を、被用者である個々のブローカーの行為については後者の問題としているが、前者についての通知が増えている。この場合、対応すべき項目が複数かつ抽象化し、社内の内部統制部門等が現場を指揮することによって対応せざるを得ない内容となっている。後者つまり個々のブローカー行為に関する問題についても、商品内容が複雑化しているため、留意事項が従前と異なり高度化しているほか、同じ商品について視点や重点を変えて繰り返し通知が出されることもある。

ともあれ、現場への単発的な注意に留まらない、全社規模での継続的・総合的な統制が必要であり、それを懈怠すれば、個々の外務員に留まらず業者自身が内部統制の不備を理由に処罰される (これは結果責任的に使用者責任を認めるということではない。たとえば「合理的水準の適合性分析」が満たされればブローカー使用者である業者は免責される余地がある)。

このように書くと、NASD 通知および制裁が極めて高度なもののように思われるかもしれないが、その個々の内容は素朴であり、理論的に隙のない (が往々にして実用性が疑わしい) 議論を好むわが国では軽蔑されかねない内容である。しかし、全体として見たとき、NASD 規則はわが国が達し得ていない実績を挙げており、規制として本物と評価できそうである。すなわち、商品別通知を継続的かつ頻繁に実施し、その内容に質的な深み (会社本体の問題と

個々のブローカーの問題とを区別する）や量的な重点化（ベニースtock規制に見られるように、深刻な問題には繰り返し通知する）が加わっている点で進化がある。また、トレンド商品の販売に正面衝突する通知発表を敢行することも、わが国では例のないことと思われる点である（たとえば、1980年代のテーマ株売出しや2001年の市場安定化のための投資信託販売促進に対して、自主規制機関を含む監督機関は実効的な行為規制の導入を唱えたか）。そして、これらの通知が無視されないよう、実効的な制裁を加えている点がわが国のあり方と最も異なっている³⁸⁾と思われる。

（2）商品別での会員通知

「適合性」という語を用いる会員通知は先述のように200件ほどあるが、商品適合性を正面から扱う通知は限られる。そのうち重複する内容の通知は一件に絞って選択し、抄訳（適合性の問題と直接に関係のない、たとえば連邦法上の証券該当性といった問題は省略した）および筆者の注を付したものが以下の19件（比較的以

前のもの14件（表1）、過去2、3年程度のもの5件（表2）である。表1は2004年までの約20年間に出品された会員通知である。通知当時に盛んに売られていた商品について個別具体的な注意を喚起し、解釈上のポイントを示すものが中心的であるが、通知04-45（変額据置年金）のようにNASDやSECが特則を置き、他の証券一般よりも厳格な義務を課す場合もある。

通知の中で一般性が高く、規則2310を商品で具体化した形で補完するものが表1の通知03-71であり、①商品理解のための調査（due diligence）、②合理的水準の適合性分析（前述のように、その実質は内部統制整備の基礎となる情報収集である）、③勧誘毎の顧客別適合性判断、④リスクリターンにつき調和のとれた説明、⑤適切な内部統制、および⑥登録外務員の商品教育、を業者に求めている。その前後の通知（ヘッジファンドに関する通知03-07や変額年金に関する通知04-45など）も同様の手続や責任内容を当該商品に適用した形で示している。

表1 適合性に関するNASD会員通知（過去のもの）

通知（年代降順）	概要
◎04-45 変額据置年金（deferred variable annuities. 課税優遇型積立貯蓄の一種）規制に関するコメント徴求 ³⁹⁾	<p>変額据置年金は複雑な特約の選択肢が多く、また手数料も解約控除などの保険特有の制度があり、契約内容の理解が困難である。既に通知99-35で模範実務ガイドラインを示しているが、問題ある販売活動がなくなるので上の通知の内容を踏まえた規則制定を行う。</p> <p>適合性（appropriateness/suitability）について、会員およびその外務員に勧誘時に①顧客が変額据置年金に固有の特徴について説明を受けたこと、②顧客は長期投資目的をもつこと、③年金の全体および元となるサブアカウントの双方とも当該顧客に適合的であること、についての判断および文書化ならびに判断を行った外務員の署名を義務づける。</p> <p>開示につき、目録見書、および、当該変額据置年金の主要な特徴（たとえば、流動性（解約控除や課税上の不利を含む）、クーリングオフ期間があるか明記）、諸手数料（内訳も示す）、課税、あれば地方税、市場リスク。また申込みや切替の効力は指定登録機関（principal）の検査と承認とを要することを注記する）を強調する簡潔で読みやすいリスク開示書類の交付が要求される（勧誘の有無を問わず交付しなければならない⁴⁰⁾）。</p> <p>以上のほか、指定登録主管者（registered principal）による取引（勧誘の有無を問わない）の検査要件（顧客の年齢や資金必要の可能性が長期投資を不適切としないか、投資額が顧客資産ないし所定の額と比して一定超でないか、取引が契約の切替であるか、外務員が著しく高水準の切替実績でないか、年金課税優遇適格か）に関する定め、および、文書化されたコンプライアンス手続の整備維持、が提案されている（青木、処分例に関する表3の事例8、事例12を参照）。</p>

<p>◎03-71 新規投資商品 NCI (non-conventional investments) 販売の際の義務の確認⁴¹⁾</p>	<p>アセットバック証券・不良債権・デリバティブ商品を挙げた上で、これらの商品についても一般的な販売上の義務が軽減されないことを確認し、①商品性格理解のために十分な調査 (due diligence)⁴²⁾、②合理的水準の適合性分析 (reasonable-basis suitability)⁴³⁾、③勧誘毎に顧客別適合性判断 (customer-specific suitability analysis)⁴⁴⁾、④特定商品につきリスクリターンにつき調和のとれた説明 (特にリテール顧客の場合)⁴⁵⁾、⑤適切な内部統制⁴⁶⁾ の実施、および⑥登録外務員の商品教育 (性質・リスク・適合性)⁴⁷⁾ を求める。</p> <p>NCI は特異かつ複雑で、伝統的な株式社債投資が低調な時期に魅力を増す。販売前に十分な調査および合理的水準の適合性分析を行い、また顧客に勧誘する前に顧客別適合性判断を行わねばならない。</p>
<p>◎03-07 ヘッジファンド等⁴⁸⁾</p>	<p>ヘッジファンドおよびファンドオブファンズ販売の際の義務とくに①勧誘にあたってバランスのとれた説明を行うこと、②適合性分析を合理的水準で行うこと、③顧客別の適合性判断を行うこと、④これら商品を扱う外務員監督を行うこと、⑤外務員にヘッジファンドの性質・リスク・適合性について教育すること、について注意を喚起。</p> <p>投資会社法では、流動性要件、投資 (種別比率) 制限、償還可能性、利益相反問題、価格決定の公正、運用・手数料・成績に係る開示、レバレッジの制限、といった規制が行われているが、ヘッジファンドには適用免除の場合が多い (証券法の公募開示規制にも服さない)。ヘッジファンドに投資するファンドオブファンズの場合、投資会社法上の登録や公募開示規制に服しているものが多いが、元となるヘッジファンドのリスクを (分散はあるが) 完全には解消していないにも拘らず、私募で平均的な投資単位 (100万ドル程度) よりはるかに小額の投資単位 (2.5万ドル程度)。</p> <p>①については、ヘッジファンドの長所の裏面でもある (a) 投機性のため投資損失の可能性が高い、(b) 流動性が欠ける、(c) 価格情報を定期的に開示しない、(d) 課税上の仕組みが複雑であり、また租税法改正などの重要情報通知に時間がかかる、(e) 投信規制に服していない、(f) 手数料が高い、といった特性があれば触れること、また、あれば投資対象であるヘッジファンドや、あるいはファンド自体の目論見書を投資家に提供することを要する (この交付をバランスの取れた資料提供および口頭説明に代えることはできない)。</p> <p>②については、業者がどのような顧客にも適切であるという確信を持つことであり、ヘッジファンド (ファンドオブファンズの場合、投資対象であるヘッジファンド) について十分な調査 (due diligence) を行うことにより実施される (公募証券の場合よりも販売者責任が重い)。</p> <p>③については、個別の顧客について「勧誘」が適合的かを判断する段階で、その前提として顧客情報取得が必要となる。レギュレーション D の要件を適合性判断に代える実務例があるが、同基準は資産要件に係るものであり、その満足のみをもって適合性義務を満たすものではない。NASD も SEC (Patrick G. Keel, 51 S.E.C. 282, 286 n.14 (1993) (高齢者にデリバティブ商品を販売した外務員が適合性義務違反とした NASD 処分を不服として審判を要求) ; Arthur J. Lewis, 50 S.E.C. 747, 749 (1991)) も、適合性判断にあたり資産要件のみによれないとする。</p> <p>「勧誘」行為かについて、ファンド販売の仲介 (placement agent) を行う場合にも、顧客の注意を引くことから該ると従来の NASD 解釈によれば解される可能性があるので注意を要する。</p> <p>④の内部統制については、商品販売態勢で SEC および NASD 規則を遵守することを要する。コンプライアンス遵守確認手続を文書化し、外務員が情報を正確に集め、適合性判断を適切に行っているかを確認する。</p> <p>⑤の教育については、会員会社の種類、規模、顧客層、資材によって違い得る。</p>
<p>◎01-23 オンライン取引^{*49)}</p>	<p>「勧誘」か否かで適合性原則の適否があることを前提として、「勧誘」の具体例 (十分条件ではない) を示す。SEC は情報の性質の明示を推奨しているが、免責条項の効力を自動的に認めるものではない。</p>
<p>1999年冬 ハイイールド債⁵⁰⁾</p>	<p>ハイイールド債をリテール顧客に勧誘する際は、プレミアムがハイリスク (投機的格付) に対応しているものであり、また顧客とくに高齢者は外務員に信頼を置きやすいことから、監督担当者は①定期顧客口座検査 (Rule 3010) においてハイイールド債に集中投資がないか、②判断の際に用いる顧客情報は更新されているか、に留意することが求められる。</p>
<p>98年秋 適合性に関する一般論⁵¹⁾</p>	<p>「財務状況・投資経験・投資目的」に連想されやすい「適合性」であるが、実際、勧誘前に十分な調査を行い、各取引毎に適合性基準の見直すことが必要である。情報の定期更新は義務付けられてはいないが実施することが望ましい。財務状況は認識するに留まらず文書化することが要求される。市場の変動の激しいときは、投資目的を明確にし、取引記録を文書化することが、適合性違反の主張を退ける最大の防御方法である。</p>
<p>◎96-86* 変額契約が NASD 適合性要件の対象となることについて⁵²⁾</p>	<p>変額契約は証券に該当するので、販売業者は州保険監督機関への登録に加え NASD に加入することを要する。勧誘にあたっては、規則2310の適合性ルールが適用される。その判断の前提となる情報 (変額商品の場合、①保険の必要性が満たされているかに関する顧客意見、②保険商品以外の投資商品を明示的に選好するか、③支払保険料の区分 (費用と純保険料部分) の理解可能性および変額商品の性質の理</p>

米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆（下）

	解可能性、④毎年定額を投資したいといった顧客の意向、⑤流動性と短期投資は必要か、⑥退職後にすぐ収入が必要か、⑦顧客の理解能力とくに分離勘定の投資実績の理解について、など）収集の合理的努力を払うことが求められる。
◎ベニーストック（96-60）通知の解釈（March 1997） ⁵³⁾	NASD 規則2310の投機的で低価格の証券（いわゆるベニーストック）への適用の例を示した通知96-60は規則の範囲を広げるものでなく、それゆえ、勧誘を行わない場合（order-taker）には適用されない。勧誘（solicited）ありと認められる場合は、「電話や郵便による勧誘、電子メッセージ等（これらに限らない）によって顧客の関心を特定の証券に向けた場合」であり、業者の任意で決められるものではない。
96-60 ベニーストックに関するNASD規則における会員の適合性にかかる責任要件の明確化（IM-2310-2） ^{*,**54)}	会員通知96-32では、投機的または低価格の証券の取引が異常かつ増大していることについてのNASDの懸念を述べたが、要点は公正な取引および適合性責任（fair dealings and suitability responsibilities）につき会員の注意を喚起することにある。 本通知への照会に対するNASD回答として、勧誘のない場合（会員がorder-takerとして行為する場合）には、適合性に係る義務を負わないこと、また、勧誘の有無は「勧誘・非勧誘（solicited or unsolicited）」について内部的な区分で決定されるものではないこと、決定は諸般の事情から行われるが、その逐一を本通知で決定する意図はないこと、が確認されている ⁵⁵⁾ 。
96-32 ^{**} 投機的証券のディーリング（May 1996） ⁵⁶⁾	低価格で投機的な商品の扱いについて、ベニーストック通知の前に一般に会員に対して注意を喚起したもので、①適合性（勧誘によるか否かを問わず、適合性原則のknow your customerルールが適用される）、②重要事実および利益相反事実の顧客への開示（勧誘する場合には、積極的な虚偽表示の禁止は無論、外務員に不利かつ知るあるいは知るべき重要事実（たとえば発行企業の財務状況）を開示しなければならない）、③評価（購入の場合に信用を得ていないか。ハイリスク商品には証拠金率を高める義務がある）、④監督（低価格ハイリスク証券に適切な体制であるか）、⑤監督責任の強化（問題販売の履歴のある外務員の扱いの強化）、⑥不招請勧誘（電話拒絶者のリストを中央で管理・適用する）、について述べている。
95-21 ^{*,**} 株式会社債と機関投資家の場合（コメント徴求） ⁵⁷⁾ （cf. NASD Rule 2310-3）（IM-2310-3）	適合性原則（旧 Art. III Sec. 2 (a)）の解釈で、(a) 顧客が勧誘に依拠するかにつき顧客会員の口頭または書面での合意があるか、(b) 機関投資家が勧誘に従う場合に何らかのパターンがあるか、(c) 機関投資家が他の会員や証券専門家から諸情報を得ているか、(d) 資産や投資目的に関する重要情報を顧客がどの程度提供したかどうか（(c) と併せ、投資の内容および資産への影響を会員から独立して判断する能力があるかを示唆する要因として）、の点を判断要因として例示している。なお資産5,000万ドルという「機関口座（institutional account）」という定義は、資産が大きい投資ポートフォリオは限られる地方公共団体などには適切ではないとして廃止された（RFP Art. III. Sec. 21 (c) (4)）。また Rule 144A の QIB については資産規模にのみよるが、NASD は適合性判断について資産規模にのみよるは適切ではないと考える。改正ガイダンスは、自然人を除くすべての機関顧客（institutional customers）に適用するが、最低1000万ドルの投資証券を持つ顧客に対象を限る。
94-62 ^{*,**} 機関投資家の場合 ⁵⁸⁾ （cf. NASD Rule IM-2310-3）	債券委員会による、公社債を除く株式会社債の対機関投資家販売に関する提案。機関顧客（institutional customer）に勧誘する会員の適合性に関する義務は、①自身で投資決定をなすだけの資産と手続とを持つ、②具体的な取引につき会員の勧誘に依拠していない（not relying on）、③商品・リスクを理解でき、または、独立の投資決定をなし得る、の点につき合理的な根拠を持つ場合に果たされる。
90-65 ベニーストックおよび不招請勧誘に関するSEC規則15c 2-6に関連しての適合性確認書類等の様式 ⁵⁹⁾ について ⁶⁰⁾	取引歴の長い顧客以外にベニーストック（取引所や Nasdaq に登録されていない低額株式。正確には、有形資産200万ドル未満の会社による発行という要件が更に加わる）を勧誘する場合の適合性原則の強化。適合性確認書類の作成の強制。様式は、個人情報（家族構成・職業および就業年数・学歴）および財務情報（年収・資産（住居除く）・流動性資産（選択式 ⁶¹⁾ ）を明示させるもので、利用は会員の任意である。
84-53 組合持分に関するアペンディクスFの改正 ⁶²⁾	譲渡可能組合持分に関する旧規定 Appendix F to Art. III. Sec. 34 of the Rules of Fair Practice（現行規定では2810 direct participation program に相当）について、当時の規制は同商品の流動性の低さ・課税および投資上の特殊性といった点から、所定の情報を顧客から取得・記録すること、および流動性の欠如につき顧客に開示すること、を業者に義務づけていた。しかし Nasdaq あるいは取引所で取引される商品については、通常の証券形式を取る組合持分（partnership securities）と異なり、流動性が認められることから、同規則からの適用除外を提案。通知86-81によると実現している ⁶³⁾ 。

(注) *NASD 規則2310で参照。

**NASD 規則サブルール IM-2310-2で参照。

***IM-2310-3で参照。

◎: 会員通知の項目別索引で suitability として挙げられている件。

次にここ2、3年の最近の会員通知を見ると、対象となる商品内容が複雑化する傾向が見られる(もっとも、表2でも会員通知06-38のような具体的商品に焦点を置いた通知もあり、また表1でも新種商品 NCI に関する通知03-71やヘッジファンドに関する最近の通知はむしろ表2のパターンに近い)。最近の会員通知は、問題の定義と範囲とを明示した上で、関連するNASD規則を適しし、具体的な留意事項を述べるパターンを取っている。そこで表2では、定義等の説明を1、関連規則の摘示および留意点を2として整理した。

適合性規則に関する留意事項については、仕組み商品に関する通知05-59が詳しく、また一

般性が高い(反して、通知05-18など適合性規則の解釈に殆ど資するところがない具体的商品についてのあてはめ事例であるが、適合性に比較的関連が強いので参考として加えた)。これによると、適合性規則に関連して合理的適合性・顧客別適合性判断の実施、および監督制度の維持と販売員の教育とが求められる(既出の通知03-71と同じだが、記述が詳細である。中にはオプション取引口座開設後の商品毎審査義務といった、実態がやや不明なものもある⁶⁴⁾)。通知05-26(いわゆる新商品の社内審査手続の確立を要請する)は、上の通知05-26でも求められる内部整備の技術的事項に関するものである。

表2 適合性に関するNASD会員通知(最近のもの)

<p>06-38 生命保険契約の第三者譲渡⁶⁵⁾</p>
<p>1. 死亡を支払い事由とする保険の生前処分(life settlement)の急増を踏まえ、変額保険を扱う証券業者が留意すべき点につき注意を喚起。貯蓄型生保について解約返戻金受領が失効かという従来からの選択肢に加え1980年以来、死期が2年内と予想される末期患者や余命10年以内の契約者による生保生前処分が増加(2005年時点で額面55億ドルだが潜在的市場は1000億ドルに昇るという試算もある)。業者間競争が盛んとなり、契約を売却する者を確保するため、いわゆるプロバイダーが証券業者を使って契約者に対して積極的に生前処分を勧誘するほか、その際の手数料を極めて高く設定(たとえば買取価格の30%)する例が報告されている(複数の業者に処分を望む契約者を仲介するプロバイダーと呼ばれる業者自体は、州の監督に服する)。上のような形で証券業者が関わり得るほか、変額保険は証券規制上の証券であるので、その流通市場における取引はNASD規制に服する。</p> <p>2. NASD規則上、関連する事項は次のとおり。①適合性(勧誘資料に生前処分について公正な説明がなされていない場合がある。また、解約返戻金より高ければよいというのではなく、保険継続の必要性や乗換えの場合の代替保障手段の価格および内容、場合によっては課税関係、といった要因を斟酌しなければならない)、②注意義務(買取人が売り手死亡で利益を得るといった保険商品の特性にも拘らず、顧客情報の守秘等の実務や規制が確立していないので、扱い可能なプロバイダーをリストで限定することが推奨される)、③最良執行、④外務員の教育監督(文書化した内容に従い、合理的水準での適合性分析を勧誘実行前に行うこと。外務員は顧客別適合性分析を適切に行うこと。執行後に手続を再度、文書化の上で確認すること)、⑤手数料(外務員が報酬を受ける相手方を限定する規則の遵守を要求)。</p>
<p>05-59 仕組み商品(structured products デリバティブ組み込み商品)⁶⁶⁾</p>
<p>1. 仕組み商品は市場金利よりも高い金利を支払う半面、利益参加に上限がある場合が多く、投資銀行により満期付きで発行される場合が多い。上場される場合もあるが、その場合も取引が限られ得る。固定利付債券とデリバティブ(プットオプションの売建てなど)から構成されるのが典型的だが、投資家は単なる債券と誤解し易い。1980年代に登場し、90年代に機関投資家向け販売が一般化し、近時はリテール向け販売が増加しているという報告があり、その販売方法および想定対象層について懸念がある。</p> <p>仕組み商品(明確な法規上の定義はないが、単体または証券バスケットや指数、商品、債券その他外国通貨から派生した証券⁶⁷⁾)販売にあたり、リテール顧客に対する販売上の義務(①販売活動のバランス、②適格口座の特定、③デリバティブ商品販売にあたっての対顧客取引の公正、④合理性基準での適合性判断の実行、⑤顧客基準での適合性の判断、⑥監督システムの監視維持、⑦販売部員の訓練、を含む)不履行が懸念されるため本ガイダンスを公表する。</p> <p>2. ①発行登録の上で公募される場合が多いが、この場合には仮目論見書が交付される。また販売文書が使われることが多い。規則2210により販売文書や口頭説明はリスクリターンを公平に示さねばならない⁶⁸⁾。一般論として、デリバティブ要素の説明がなく、通常の債券であるかのような説明は規則2210違反である。また、上場・登録している場合、市場が現実に活発で流動</p>

的かを示す必要がある。販売文書の開示不足を補充目録見書記載のみで補えない⁶⁹⁾。また、オプション取引勘定開設を認められていない投資家に対して販売した場合、根拠を示す準備が必要である⁷⁰⁾。また、仕組み商品勘定の顧客適正を認定の上で開設しても、当該口座保有者に全商品を自動的に販売できず、商品毎の適合性審査を要する。

②投資一任勘定 規則2720 para. (1) (分売一利益相反規定) により、会員およびその関係者が発行した仕組み商品を投資一任勘定で取得する場合、顧客から事前に書面での承認を得ること（およびその手続の文書化）が要求される。

③適合性および適正取引

A 顧客との適正取引 IM-2310-2 (e) (デリバティブ商品その他の新商品に関する顧客との適正取引。顧客の財務状況・取引経験・リスク負担能力について知り、商品情報を顧客に知らせよう努力する義務を課す。義務や制裁の具体的内容は明確ではないが、本規定を含むNASD規則違反という形での制裁となる) は、勧誘や注文の受託にあたって、会員が顧客と公正に取引する義務を定める。

[上場要件中の取引関連規定] Nasdaqに登録されるいわゆる特定エクイティリンク債SEEDS (selected equity-linked debt securities) を含む仕組み商品について、上のIMや規則4420 (g) (5) は取引口座開設および管理のガイドラインを設けている。取引所上場の場合にも同様の基準が設けられている。

B 合理的適合性 (reasonable basis suitability) 会員通知 03-07 (NCI), 03-71 (ヘッジファンド), 05-26 (新商品) にあるように、推奨前に合理的適合性決定 (reasonable basis suitability determination) を行わねばならない。これは不特定の顧客 (some investors) に対して適合的ということである。そのためには商品性質およびリスクリターンを販売者が理解していることを示す適切なデューディリジェンス手続を経ねばならない。

C 顧客毎での個別適合性 (customer specific or relative suitability) 規則2310は顧客の①財務状況、②納税状況 (tax status)、③投資目的、④その他、推奨を合理づける情報一般、の吟味 (examine) を求める。仕組み商品は、元本欠損の恐れがあることとデリバティブ要素があることから、債券代替投資としては不適当である。オプションに経済実質が近い場合、オプションの個別適合性判断 (2860 (b) (19) (B) 「会員およびその関係者は、推奨者が推奨時に、推奨される取引のリスク評価に足りる金融に関する知識と経験、および、リスク負担する経済能力を顧客が持つことにつき合理的根拠を持たない限り、顧客にオプション取引開始の勧誘してはならない」) が有益である。

仕組み商品やレファレンス資産の相対的適合性 (relative suitability) を単純化してはならず (たとえばレファレンス先資産については投資適合的でも、仕組み商品であれば別かもしれない。逆も然り)、個別の吟味が必要である。

④監督システム 規則3010は、連邦規制およびNASD規則遵守につき手続文書化を求める。具体的には (a) 合理的適合性が商品販売前に確認されていること、(b) 個別適合性が販売員により確認されていること、(c) 仕組み商品口座開設基準を持つこと、(d) 販売促進資料が正確で均衡が取れていること、(e) (規則3012 監督統制システムにより) 法令遵守につき検証を行うこと、が必要である。また、会員通知05-26の新商品に関する模範実務 (商品審査の初期段階からコンプライアンス部門代表を関与させる) が参考とされるべきである。

⑤訓練 仕組み商品の性質・リスクリターンについて、会員はその登録外務員に販売前に訓練する義務を負う。通常の株式や債券と異なる点につき投資家の誤解を招きやすいことに留意して訓練する必要がある。

関連規制として2110 (取引道徳と取引原則に関する基準)、2210 (大衆への伝達)、2310 (顧客への推奨)、2720 (会員関連証券の分売一利益相反)、3010 (監督)、3012 (監督制度) がある。

05-50 未登録の株価連動型変額年金 EIAs (equity-indexed annuities)⁷¹⁾

1. 発行者 (保険会社が多い) が、保証利率 (これに株価指数に連動した金利が追加され得る。ただし金利上限CAPがある場合が多い。そのほか、①最低保証、②解約控除等の費用や手数料、保険料、ボーナス、保険料分支配払いのような制度、③インデックス投信と同じようなリターンがあると誤解されやすい、といった要因があるため、全体に複雑な商品である) および所定の元本保証を内容とするいわゆるEIAを証券法3(a)(8)条の保険商品であることを理由に無登録で発行する例が問題となっている⁷²⁾。EIA発行は2003年から翌年にかけて140億ドルから220億ドルへと急増している。

2. ①投資家保護。商品の特徴やリスクを適切に記載した販売資料を用いていない例 (例、「市場リスクなしの成長性享受の機会」が見られるが、大衆に対する伝達に該る場合はNASD規則を遵守し、それらの適正な開示を要する。

②監督手続。未登録EIAが証券に該当するかについて、規則3030に基づく手続 (外務員が未登録EIAを販売しようとする場合の文書による通知を含む) を行う義務を業者は負う。また、登録証券 (投信、変額年金、変額保険契約など) の処分の勧誘は適合性原則に適合していることを要する。原則として所定のEIAのみを扱うこととする内部手続を設けるべきである。また①未登録EIAは業者本体を通してのみ扱う、②外務員に適切な訓練を行い、EIAの性質および顧客適合性を理解させる (保険外務員資格は必要な販売能力を必ずしも裏づけない) 等の対策が推奨される。

05-26 新商品勧誘に先立つ社内審査手続に関する要請⁷³⁾

1. 説明可能性・適合性・利益相反といった問題を伴う、ハイリスクで複雑な新商品の開発審査の手続につき自発的 (proactive) な改善が要請される。具体的には、新商品定義・販売前審査・(必要に応じ) フォローアップおよび事後審査に関する、透明で具体的なガイドラインが必要である。「新商品 (new products)」には、資産対応証券ABS、破綻債権、ストラクチャードノート、各種デリバティブ商品などが含まれる (青木、通知03-71の新規投資商品NCIと同じと思われるが、語を変えた理由を見出し得なかった)。

2. 販売前審査の実例および模範実務として以下が例示されている。「新商品」が従来商品かを区分する実益は下記手続の実施が必要か否かにあるが、区分にあたっては①市場や当該業者にとって新規か、②業者が従前扱っていたとしても、機関投資家

向け販売についてであり、今回新たにリテール販売をするといった事情はないか、また販売にあたる登録外務員に扱いは経験があるか、③リスクや仕組み、手数料等の点で従来商品との重要な相違があるか、④重要なシステムあるいはオペレーション上の変更を要するか、⑤地域や通貨、顧客層の変更があるか、⑥販売実務を新規とする、あるいは顕著に変更するものか、⑦過去に対処されていない利益相反を含むか、といった点（網羅的ではない）を考慮する。「新商品」ではない」と簡単に判断せず、判断に懸念のある場合には慎重に（つまり新商品として）扱うことをNASDは勧めている。また審査基準が社内では明瞭かつ一貫して了解されることが重要である。

規則3010の監督者責任として、新商品販売業者は、新商品の市場導入前に行う規制および事業上の審査手続（最低限、新商品の定義および必要な質疑の実施を確認する）を書式化することが義務づけられる。「質疑（questions）」としては、最低限以下につき社内検討を要する。①想定された購入者層および販売制限（あれば）の内容、②投資目的および従来商品との差異、費用・複雑さ・リスクの点で優る商品で同等の目的は果たせないか、③商品に関する想定およびリターン決定要因、④投資家にとってのリスク（イールド目的の商品の場合、リスクが相当か）、⑤手数料の内容および適正さについて、⑥会社や登録外務員への報酬形態（利益相反がある場合の対応いかな。NASD規則2110の公正取引原則に照らし開示が十分か）、⑦法規、課税、市場信用リスクにつき新規性があるか、⑧マーケティング状況について、⑨商品の仮定・リスクパフォーマンスを判断する者の資格、⑩外務員や管理責任者に社内教育を要するか、要する場合、その内容、⑪販売にあたり第三者を用いるか、⑫商品の流動性や流通市場の状況、⑬現在のシステムで販売可能か、⑭NASDのその他規制（規則2860（オプション）や2720（会員関係証券の分売—利益相反））の適用可能性。

「模範実務（best practices）」は、適合性原則等の義務の遵守、利益相反の回避、訓練監視の計画等に有益である。しかし、その有効性は企業規模によって大きく異なり、また模範実務遵守により免責される保証はない。ビジネスモデルや社風による違いはあるが、連邦規制とNASD規制とに整合的な方針（policy and procedures）を定めるについて、以下において共通する傾向にある。①「新商品」の提案および文書化に関する標準手続（当該商品担当部門の明示、明確な社内説明確保、インターネットで担当部門へアクセス可能等）が強制適用される、②コンプライアンスまたは法務担当者に当該商品が新商品に該当するか、然りとすれば内部審査は適正かについて予め判断を受ける、③新規あるいは重大な変更がある場合、コンプライアンス・リーガル・ファイナンス・マーケティング・セールス・オペレーション等の関連部門代表からなる審査を行う、④証券会社の経営陣（senior management）を含むグループによる新商品の正式承認、⑤複雑で販売対象が限定されている商品が承認された場合は特に、一定水準の事後審査の実行。

「事前審査（initial product review）」として、関係部門とくにリーガルやコンプライアンス部門の事前了解を、正式決定前に行うことが重要である。新商品が販売部員の資格を更に要するかも検討する必要がある。「正式承認（formal approval）」は、事前審査終了後、正式な委員会が販売承認する手続であり、本件通知に関連して調査された業者の殆どが実施している。特殊な商品の場合、承認にあたり、販売対象（リスク選好や保有資産の点で投機的と区分された顧客に対する等。適合性分析にあたり、レギュレーションDの自衛能力認定投資家の定義は、参考となるが代替基準とはならない）や販売員教育、市場の状況、販売方法（一種の商品を、顧客保有資産の何パーセント以上販売してはならないなど）等について条件をつけることが多い。

「事後審査（post approval review）」を導入のたとえば半年ないし1年後に行う実務例がある。商品のパフォーマンスやコンプライアンス遵守、市場変化によるリスク変化等の評価となる。そのほか、①顧客不満の調査、②継続訓練の要否評価、③企業全体での販売条件遵守の継続監視手続整備、④定期的な商品適合性の再評価、⑤制限解除の場合には審査、が必要である。

05-18 課税繰延される賃借権共有持分（interest in real estate）出資について⁷⁴⁾

1. 不動産現物出資による特定賃借権共有持分 TIC（tenants-in-common interests. 一般に連邦証券規制上の証券に該当する）私募で課税繰延される場合のガイダンス。内国歳入規則1031による商業ないし賃貸不動産に対する投資権利を他の商業ないし賃貸不動産に対する投資権利との交換取引（like-kind exchange）。単純な交換でなく、同様の権利者複数により構成されるファンドの持分権を取得する形を取る方法が便宜だが、組合や株式社債その他証券と認定されると上規則が適用されない（そこでデューデリジェンス手続上、該当性に関する法律意見を取得するか、取得していないことを開示すべきである）。ただし、連邦証券規則上のこれらの定義は内国歳入規則の解釈を拘束しない。TICは会員通知03-71というNICの一種であり、販売活動義務一般に関する連邦証券諸規制（デューデリジェンス・未登録業者との手数料分配・公正正確バランスの取れた販売方法の確保・内部統制・登録販売者の監督）の一環として適合性原則の遵守が要求される。

2. TIC取引の際には、会員業者は、投資家の投資目的と財務状況を明確に理解しなければならない。TICは資産の大きな割合を占める（また課税優遇のため、交換取引からの収益すべてを新TICに振り替える）ことが多いため、単一資産への投資集中が起こりやすく、適合性原則上の懸念がある。また、TIC投資権利は流動性に欠け、流通市場が成立し難い（譲渡に関係者全員の承諾を要する）。ディスカウントや手数料（アップフロントフィーや関係者手数料が高いため、適合性判断を行い難い）のデメリットが節税メリットを上回らないかを判断し勧誘する必要がある。

具体的なデューデリジェンス手続は、通知03-71が指摘するように商品毎に異なる。発行回状の説明に単純に依拠することは適当ではない。虚偽や誤解を招く情報がないかにつき合理的な検討（スポンサー代表者からの情報や合意内容（資産管理、売買、リース賃貸契約等）の検討、資産検査）を行う義務を負う。

販売者（associated persons）は相当の資格（たとえば直接投資（direct participation program）試験合格）を有していることを要する。また監督上、適格主管者（principal）の点検を経ることを要する。NASD規則3010は、会員にTIC持分販売につき適切な監督システムを構築する義務を課す。規則遵守を合理的に担保する文書化された包括的な監督手続（適合性および販売実務要件を含む）を要するほか、規則3110およびSEC規則17a-4所定の記録作成保存義務を負う。

（3） 適合性規則違反に対する制裁に関する 会員通知

以下では適合性に関する解釈通知の実効性を担保するNASDの会員処分について扱う。この処分内容も会員通知で公表される。

NASDは連邦証券取引所法（15A条（b）項（2）号など）が予定する自主規制機関会員処分権限について、規則8310⁷⁵⁾で敷衍している。処分の種類および程度について、日証協定款の定めるところに比べて自由度が高い⁷⁶⁾。会員については業務停止、外務員に対しては資格剥奪、その他、過怠金というのは日本と同等として、顧客に対しての損失補償を命じたり、あるいは、登録役職員に対して再試験を命令することができる。事例3にあるように、適合性に関する内規違反の勧誘に基づき投資した顧客に対して損失全額の賠償を命じることもでき、内規違反程度では業者責任を簡単には認めない裁判所よりも厳しく制裁できるようである。このような裁量性がよく機能する例として、内部統制の不備に対して極めて具体的な改善命令を出している点が挙げられよう（わが国でも金融機関検査の際に個別具体的な改善命令が出されるようであるが）。これに関連して、適合性分析については業者（法人）と個々の外務員との義務内容が異なる（前者は主に合理的水準の適合性分析、すなわち内部統制整備を、後者は個々の取引での判断を期待されている）ことが指摘できる。

NASDには捜査権限がないため、市場操縦などの難しい事件はSECの市場規制局の担当に委ね、主に販売段階での不適切な実務を制裁対象としているようである。規則違反について、悪意等の主観要件の証明は要求されない⁷⁷⁾。限界的な事例として、まず損失を招く取

引（that is sure a loser）に勧誘した場合も適合性違反とされた事案がある⁷⁸⁾。

会員はNASD処分（正確にはそれを承認するSEC判断）を裁判所で争うことができるが、NASD主張に対し認否を明らかにしないまま制裁を受忍する場合が原則的である。自然人の処分対象者としては、登録主管者RP（registered principal. 定訳がないようなので、この語をあてる。わが国の営業責任者、内部管理責任者に相当するようである）と登録外務員RR（registered representatives⁷⁹⁾）とがあるが、ここにいう役員とは、会社法上の機関に関連した者ではなく、役員向け試験を受け資格を得た者（たとえば外務員教育担当者や内部統制監督者の上位責任者）をいう。

以下の表3「適合性に関するNASD規制違反に基づく処分例」の23事例は、適合性（suitability）と処分（disciplinary actions）との双方を含む1989年以來の会員通知（制裁内容はここに公表される）であり、商品別に代表的と思われる例を整理したものである。原則として一種類の商品に近時の詳細な例を引いたが、処分内容や問題の重点が異なる場合には複数の例を挙げた。実際の処分件数としてはペニーストック、クラスB投信、変額保険年金に関する事案が圧倒的に多く、近時の商品別通知（新商品やヘッジファンドなど）の違反に基づく制裁は（変額保険・年金を別として）見られないようである。

NASD処分を確固とした先例として利用することは難しいと思われる。会員通知の事実記載が事案により精粗がまちまちで、しかも事案と処分（内容が通知時点で未決定の例も少なくない）とをつなぐ論理も（全く別の事由と競合した形で一括判断されるなどの理由から）曖昧

表3 適合性に関する NASD 規制違反に基づく処分例

1 処分日および事由	May 2005 ⁸⁰⁾ (Feb.2004の結論) ⁸¹⁾
事案 (NASDの主張) 保険切替	変額年金切替え勧誘の事例で「①顧客の利益を最優先する、②勧誘の適合性を評価する」ことがNASDの基本原則であるとし、本件ではこれが遵守されていなかったことを問題とする。年齢・性別・解約控除・保険関係費用・年金換算率などの契約の特徴・その他の商品との比較での費用対効果を適合性判断に際して参照されるべき事項として挙げる。また切替すれば損となる可能性が高い場合には取引自体の適合性が問題となる。
処分内容	会員業者に50万ドルの罰金(さらに、保険の切替による損失に関する和解のため、5,000人の顧客に対して総額1,100万ドルを上限として支払う。このほか、州監督機関に罰金200万ドル支払う)、社長および販売マネジャーの事業停止、罰金15万ドル。解約控除については契約者に100%払戻し、また新規契約した年金の掛け金の方が高い場合には差額を払い戻す。払戻しについて独立の顧問を業者費用で雇う。
2 処分日および事由	Feb. 2005 ⁸²⁾ 顧客署名偽造・適合性関連情報の捏造
事案 (NASDの主張) 変額保険販売	一般顧客への変額保険販売にあたり、購入承諾書署名を偽造し、虚偽の適合性情報を記入。また顧客別適合性判断にあたり必要な顧客情報を捏造。
処分内容	登録外務員に5000ドルの罰金およびNASD会員業者との取引を6ヶ月禁止。
3 処分日および事由	Dec. 2004 ⁸³⁾ 適合性違反の勧誘・記録保存懈怠・リスク開示不十分
事案 (NASDの主張) ファンドオブファンズ	Citigroup Global Marketsによる商品先物のファンドオブファンズ(NASD管轄は商品先物に及ばないが、組合投資持分DPP(units in a direct participation program)の形をとるので証券扱いされた。一般に流通市場が存在せず、毎月およびファンド側の任意の時期に償還される)販売における違反行為につき制裁。 本件ファンドは、先物・オプション・先渡契約を含む複雑かつハイリスクの投資商品であり、多くの投資家について適合性を欠く。商品先物は投機的でボラティリティが大きく、レバレッジ程度が大きい。平均的なリテール投資家が十分に理解していない場合が通常であるため、販売にあたっては適合性および開示に係る義務の履行が不可欠である。しかしNASD規則が要求する記録作成保管の義務を懈怠したのみならず、そもそも適合性要件遵守の監督体制や文書化された手続が存在しなかった(基本口座開設の際に投資目的・保有資産・収入・年齢等をデータベース化しているが、更新が全く行われていなかったほか、各ブローカーが適合性判断の際に参照できる仕組みとなっていない)。また、開示についても、ウェブサイトの商品につき一般的な説明を与えていたが、適切な開示および重要リスクの説明(全損の可能性・換金可能性が限られること・費用が高めであり、リターンを打ち消す可能性があることを含む)を行っていない。 2002年1月から2003年11月までに8200人の投資家に対し1.99億ドルのファンドを販売した。販売手数料および管理費は比較的高めの8.10から10.75%であった。目論見書には、適合的な顧客のみ購入するよう、購入者の最低保有純資産(15万ドル。これを満たせば収入要件は課さない)ないし収入要件(4.5万ドル。満たす場合、保有純資産は4.5万ドルで足りる)が記されていた。しかし、計45人の顧客につき、これらの要件が満たされていなかった。
処分内容	会員業者の譴責および27.5万ドルの罰金のほか、先物販売につき改善命令。適合性を欠いた勧誘に基づき取引した45人の顧客(先物投資総額が20.3万ドル、一人当たり2,000から20,000ドル)に対する賠償を命令。
4 処分日および事由	Nov. 2004 ⁸⁴⁾ 登録主管者による内部統制構築と適合性判断監督の懈怠とについて、引受時の開示懈怠と併せ制裁した例
事案 (NASDの主張) 新商品勧誘に必要な内部統制整備不足	本件登録主管者は顧客別適合性判断を行わないまま、また、適合性判断に必要な顧客の財務状況・投資目的・その他の情報の取得に合理的努力を行うことなく、不適切な勧誘を行った。また会員業者が投資資料および広告として準備した内容には①引受や広告にあたり業者が販売手数料を受けること、②当該証券発行会社の格付が低下したことを開示していない。また、監督手続が文書化されているが、適合性に関するNASD規則2310を十分に遵守させるものでない。登録主管者Aは、登録主管者Bによる適合性判断を監督する適切な手続の構築を懈怠した。登録主管者Bは、その監督下にある外務員の適合性判断の実施の監督を懈怠した。
処分内容	会員業者は、譴責を受けた上で登録主管者Aと連帯して6万ドル罰金を支払い、また処分後9ヶ月間、特定の商品サービスに関する広告・販売文書につきNASD広告規制部門の事前承認を得なければならない。また証券発行者が発行した無担保劣後債保有者に対し、郵便で本処分内容を通知する。連邦法規およびNASD規則下での適合性に関連する方針および手続の適正につき外部コンサルタントを設置し、

米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆（下）

	<p>その検査および勧告を受ける。</p> <p>登録主管者 B は20日間の業務停止ならびに外務員教育および監督関連業務を9ヶ月間禁止される。また専門試験（Series 24 principal）を同期間中に再受験し、資格を再取得することが登録主管者としての業務再開前に求められる。</p> <p>登録主管者 C には B と同様の制裁を、ただし罰金は独立で5,000ドル、処分後3ヶ月以内に専門試験受験により資格を再取得するか、主管者を退任することが求められる。</p>
5 処分日および事由	June 2004 ⁸⁶⁾ 変額年金販売態様の不適切
事案（NASDの主張） 変額年金販売	<p>変額年金を不適切な手続およびシステムにより販売。業者1および2は広告につき①手数料等の明瞭な開示、②ドルコスト平均法は利益保証ではないことの説明、③変額年金と商品種類の明示、④リスクリターンに関するバランスのとれた説明、に関する懈怠が指摘された。また、業者1は変額年金の適合性判断に必要な顧客情報（課税情報、投資経験、年収、保有流動資産、リスク許容度、長期保有可能性、投資目的、投資家の年齢など）の取得を懈怠したほか、勧誘にあたり適合性を判断するためのガイダンスを外務員に供与しなかった。</p>
処分内容	<p>3登録業者（業者1と業者2とは親子関係、業者3は独立の別件のようである）と1ブローカーに対し総額50.3万ドルの罰金、2ブローカーの除名。</p>
6 処分日および事由	Apr. 2004 ⁸⁶⁾ 投資資金の調達方法が適合性違反の理由とされた例
事案（NASDの主張） 投資資金捻出のための 居住家屋に対する抵当 権設定の助言	<p>顧客の投資商品購入にあたり、顧客住居を担保とした借入金を充てるよう助言した登録外務員が適合性違反とされた例（いずれも独立の事件で3件3名。資金調達として住居を抵当に入れる以外の方法はなかった）。NASDは一般顧客に充てた情報として⁸⁷⁾、低金利・株式市場上昇傾向・不動産価格上昇という環境下では居住家屋を抵当に投資する（その上で収益を家屋ローン支払いに充てる）誘惑が強くなるが、ローンにつき市場リスクを負うほか、投資以上の損失を負う可能性があることで注意が必要である（投資価値下落の場合にも必要なモーゲジ支払余力があるか試算する必要がある）と解説している。</p>
処分内容	<p>登録職員に対して2件和解、1件申し立て開始。</p> <p>外務員 A（投信）につき6ヶ月業務停止。外務員 B（変額年金）につき6ヶ月業務停止および顧客に対し1.5万ドルの賠償命令（業務再開までに履行）。外務員 C（変額年金）について係争中。</p>
7 処分日および事由	June 2003 ⁸⁸⁾ 顧客クレーム状況の記録および NASD への報告の懈怠
事案（NASDの主張） 顧客クレームの扱い	<p>顧客クレーム状況の NASD への報告を懈怠。そもそもクレームとしての認識およびその記録方法が確立していなかった。またクレーム処理の監督が不十分であり、クレーム検査の実行・文書化に関する適切なガイドラインも存在しなかった。更に、顧客別適合性判断や関連する監督に必要な情報や、法規が記録を要求する情報の取得に向けた合理的な努力を払っていない。また顧客の投資経験・純資産・リスク許容度・投資期間（time horizon）・投資目的等の情報も取得していない。顧客取引記録の定期的検査（不正販売特定のための変額商品監督）の手続が整備されていない。</p>
処分内容	<p>会員業者を譴責の上、12.5万ドルの罰金。</p>
8 処分日および事由	Feb. 2004 ⁸⁹⁾ 変額年金切替に係る違反
事案（NASDの主張） 変額年金切替えに際しての 詐欺的な手続不備	<p>会員業者は、ある保険会社発行の変額年金を他会社発行の同様の年金に切り替えるよう強く勧誘した（切替先の業者は切替元の業者と違い、前者が本件登録外務員に部分手数料を支払ったため。2001年度には70万ドルが支払われている）が、その際、顧客に切り替えが有利か不利かの判断につき合理的根拠を欠いた。外務員や主管者の度重なる要請にも拘らず、NASD規則が求める切替勧誘時に必要な適合性分析の指針や分析手法を会員業者は作成しなかった。勧誘時に用いた文書には、業者顧客や外務員に対する切替元会社のサービスおよび財務内容を疑問視する内容が含まれていた（実際には、切替元と切替先の商品は上記手数料の点を除き実質的に同じであった）。このような状況下で変額年金切替を6,700件行い、3,700万ドルの手数料収入を上げると同時に、約1,000万ドルの解約控除損を顧客に生じさせた。切替による損失（当面の付加保険料は新保険のほうが高く、また、新契約での解約制限期間も顧客の負担となる）を被ったと推定される顧客数は1,400名である。うち700名ほどの顧客については切替先社の他商品へ切替する方が顧客有利・業者不利であることが知られている。切替勧誘に関与した販売マネジャーは、切替における適合性確認手続に重大な欠陥があることを外務員を通じ認識していた。</p>
処分内容	<p>会員業者および上級主管者（社長と販売マネジャー）に対しNASDが手続を開始（charge complaint）した段階なので、内容は確定していないが、利益吐出しが検討されている。</p>

9 処分日および事由	Oct. 2002 (Dis. 9) ⁹⁰⁾ 変額年金保険販売につき業者と登録外務員の双方に適合性義務上の懈怠が認められた例
事案 (NASD の主張) 変額年金保険販売上の 懈怠	変額年金保険販売につき適切かつ文書化された監督手続を制定しなかった。また監督対象である支店の年次検査を懈怠した。さらに、顧客ファイルを作成せず、変額年金販売に関する書類を提出できないほか、顧客別適合性判断に必要な顧客情報 (財務状況・課税・投資目的その他) の取得については適合性判断を懈怠した。
処分内容	会員業者と登録外務員に連帯で1万ドル、会員業者単独で6.5万ドルの罰金。
10 処分日および事由	March 2002 (Dis. 4) ⁹¹⁾ 適合性判断の前提の欠如
事案 (NASD の主張) ファンドクラス B 証 券投資における手数料 開示不足および適合性 分析手続懈怠	グロースファンドのクラス B 証券を大衆に勧誘する際に、重要事項 (投信手数料の詳細すなわち12b-1手数料といわれる販売手数料、フロントエンドセール手数料、および手数料徴収の時期による影響) の開示がなかった (同販売が当該業者のクラス A 証券への投資の際の手数料割引に資することを開示しなかったという利益相反の事情があった)。内部統制上も、販売監督者が適合性分析を行う手続が確保されておらず、また手数料割引条件や購入制限その他クラス B 証券取引を制御する制度を設けておらず、マニュアル上も検査方法や実施証明について示していなかった。
処分内容	会員業者に譴責および罰金1.5万ドル、登録主管者に罰金1.5万ドルおよび10日間の業務停止、両者連帯で公募株式交換の費用82942.87ドル負担。
11 処分日および事由	Feb. 2002 (Dis. 11) ⁹²⁾ ベニーストック規制により強化された適合性判断要件不遵守
事案 (NASD の主張) ベニーストック取引勧 誘における適合性規則 違反を含む諸規則違反	制裁の第一の理由は、業者が普通株売買および勧誘を行う際に、同証券のサブアンダーライター (distribution participant) として行為していたことである。第二の理由は、ベニーストック規制の要求する開示および適合性要件を満たさなかったことである。加えて以下の問題がある。NASD に報告すべき顧客クレーム関連情報の統計および要約の報告を怠った。注文票・取引報告書・Reg.M 関連記録に関する監督システムと手続が不十分であった。ヘッドトレーダーの取引活動の監督が不十分であった。諸取引報告書の検査をしていなかった。連邦証券取引法上の自己資本規制要件を充足していなかった。
処分内容	会員業者に137.5万ドル罰金かつ NASD 会員権剥奪。再取得は罰金完済かつベニーストック取引を行わないことを条件とする。登録外務員は1万ドルの罰金および罰金完済までの会員外務員となることの禁止。
12 処分日および事由	Jan. 2002 (2件) ⁹³⁾ 変額年金および変額保険について2件 (処分2において顧客資産との関係での保険料適切性に言及)
事案 (NASD の主張) 変額保険保険料の適合 性	(処分1) 変額年金および変額ユニバーサル保険につき、コンプライアンス担当者が適切な監督手続の実施 (①適合性判断, ②新契約の適合性検討, ③主管者の教育・監督, ④顧客苦情の検討および報告, ⑤変額商品の切替理由の文書化, ⑥顧客別適合性判断に必要な情報取得につき合理的努力をしたことの証拠保全, ⑦登録外務員が変額年金を勧誘するにあたり適合性の合理的根拠の把握, ⑧変額年金契約に関連する重要事実の説明) を懈怠した。 (処分2) 変額年金および生命保険の販売に関する監督手続 (①変額商品販売の適合性検証, ②変額商品解約の監視, ③事故報告の監督上の利用の態様および目的の確立, ④変額生命保険の販売手続整備, ⑤顧客の投資目的に照らし適切性 (suitability) を監督する際の態様) 文書化懈怠かつ⑥切替契約監督に必要な情報取得のための制度の整備維持, ⑦支払保険料の投資ポートフォリオへの割当監督の立証, ⑧顧客別適合性判断に必要な情報 (純資産, リスク許容度, 切替商品に関する解約控除等の情報, 分散投資の状況) の取得に不備があった。
処分内容	(処分1) 業者に10万ドル、業者と登録外務員 A が連帯で2.5万ドルの罰金。登録外務員 A は45日間、業務停止。登録外務員 B および C は各々5,000ドル、2,500ドルの罰金および10日間、5日間の業務停止。 (処分2) 会員業者に3.5万ドルの罰金。
13 処分日および事由	Nov. 2001 (Dis. 2) ⁹⁴⁾ 当該取引の適合性判断を困難とする登録外務員説明の違法性
事案 (NASD の主張) 登録外務員単独の適合 性手続不遵守	取引の性質や (あれば) 顧客が開示した保有証券・財務状況・投資目的・必要性に照らし、個別の顧客に適合的であるという合理的な根拠なしに証券の売買を一般顧客に勧誘した。また実質的に虚偽または誤解を招く書式を用い、雇用者である会員証券会社と顧客とが取引の適合性について判断することを困難とした。
処分内容	登録外務員に対して8,451.50ドルを罰金として、また一般顧客への賠償のため2,219.50ドルを支払いを命じた。

米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆（下）

14 処分日および事由	May 2001 (Dis. 7) ⁹⁵⁾ 内部統制不備期間における適合性義務不遵守
事案 (NASD の主張) 規則違反是正における 懈怠	支店検査および外務員営業検査の際に、投資信託の切替勧誘が実行されていることを発見し対処したが、適時の対応ではなかったこと（従ってその間の適合性原則上の義務違反が行われた）が問題とされた。
処分内容	会員業者に1.5万ドルの罰金。
15 処分日および事由	May 2001 (Dis. 7) ⁹⁶⁾ リスク株圧力販売に際してなされた適合性判断における懈怠
事案 (NASD の主張) 圧力販売を中心とする 諸規則違反	「政策株 (deal stock)」と称する普通株販売にあたり圧力的かつ詐欺的で重要事実につき虚偽のある販売・不正操作の事例。①不招請勧誘を登録外務員でない者が実行、②登録外務員が目論見書を用いて不招請勧誘を行い、NASD や NYSE で取引される株の買いを勧誘しながら途中で「政策株」勧誘に切り替える、といった行為が行われた。さらに、「政策株」を顧客の同意なく買う、あるいは顧客が売り注文を出しているのに執行しない例もあった。またベネーストックに関する証券取引所法規則15g-9の要件（適合性文書を顧客に徴求）を満たしておらず、そもそも会員業者は外務員の証券法規遵守を監督する制度を設けていなかった。
処分内容	証券販売員に NASD 会員の監督者・主管者・資産管理者となることの禁止および3年間の資格再取得の禁止。本人の財務状況を鑑み罰金は課されなかった。
16 処分日および事由	Apr. 2001 ⁹⁷⁾ 変額年金について初めて、かつ6件処分
事案 (NASD の主張) 初の変額年金切替えに 関する適合性規則違反 の処分例	1999年から2000年にかけて行われた変額年金契約切替（非課税であるため急増し、NASD は Investor Alert を契約者向けに作成するほか、会員向けガイダンスを発表している。通知99-35、00-44）調査の一環として行われた、変額年金初の処分事例。①誤解を招きバランスの取れていない広告・販売文書で課税繰延に関連して購入された変額契約が利益を別段もたらさないことを開示していない、②課税繰延（退職）年金における課税優遇は変額契約を利用する場合にのみ認められるかのような説明をウェブ上で行った、③変額年金につき適格でない販売を行った、④適合性判断に用いる顧客の財務その他の情報の収集を懈怠した、⑤適合性判断につき監督手続が欠如している。
処分内容（未定のもの もある）	6社および1個人を対象とする（5件につき11.2万ドルの金銭的制裁。罰金は1件あたり1万から3.25万ドル）。(1)①②⑤および投資対象性質の説明不適切を監督手続の機能不十分として1万ドルの罰金、(2)④⑤につき罰金3.25万ドルうち利益吐き出し5000ドル、(3)⑤につき罰金1.5万ドル、(4)③④につき罰金1万ドルおよび顧客に2万ドル返還。
17 処分日および事由	Jan. 2001 (Dis. 1) ⁹⁸⁾ 顧客別適合性判断の不存在
事案 (NASD の主張) オプション取引勧誘	会員業者が顧客に不適切なオプション取引を勧誘し一般顧客の勘定で実行した。その際に、顧客のリスク受容能力・経験・財務状況を確認していない。要するに顧客別適合性判断をしていない。また様式U-4に開示されるべき和解内容を不正確（額を低めに開示）に開示し、適時の修正を行わなかった。
処分内容	会員業者と登録主管者とが連帯で1.5万ドルの罰金。NASD 会員との取引一切を30日間停止。登録主管者（general securities principal）および登録オプション販売員として9ヶ月以内の再受験を要求（それ以前の活動不可）。
18 処分日および事由	Dec. 2000 (Dis. 5) ⁹⁹⁾ 顧客別適合性判断の不足
事案 (NASD の主張) 未開示ファンド持分販 売に関する適合性規則 違反	証券法上の公募規制に服するユニットについて、自衛能力ある投資家に該らない投資家に未登録（未開示）で販売。証券リスクについてバランスの取れず、また根拠がなく重要事実を欠き誤解を招く表現の文書を公にした。顧客別適合性判断に十分な情報を提供していない、あるいは適合性要件を満たしていない顧客に証券を販売し、要するに適合性判断を十分に行わなかった。
処分内容	NASD 会員との取引一切を6週間、主要な業務につき6ヶ月停止。登録主管者（general securities principal）としてシリーズ24の再受験が要求される。本人の財務状況を鑑み罰金は課されなかった。
19 処分日および事由	Dec. 2000 ¹⁰⁰⁾ モーゲジ派生商品で、インバースフローター形式のリターンの商品を安定収益志向の大衆に勧誘した例。不正取引禁止・適合性・監督規則・商業倫理と取引上の正義公平の遵守といったNASD 基本ルールの違反
事案 (NASD の主張) 仕組み商品勧誘におけ る適合性規則違反	会員業者 Dean Witter が20億ドルの債券投資ファンドの販売（1992年10月から翌年11月まで3回公募）にあたり全社的販売キャンペーンを張ったが、同商品が安全確実かつ低リスクであるかのような虚偽の表示（「高質・安全・高収益」とか「……CD から得られるメリット全てとそれにプラスしたメリット！」といった表現。全体に、CD 代替の商品という印象を与えていた）を行い、かつ、重要な情報とくに重要リスクおよびボラティリティに関する情報を含んでいなかった。キャンペーンは、CD と同程度の安全投資を志向する年輩かつ低額所得者を主な対象とした（5億ドルが70歳以上の者により購入さ

	<p>れた)。他商品に比べて高めのブローカー手数料や、地域・支店ごとのノルマや販売競争を通じて、販売圧力を高めた。</p> <p>本商品はモーゲジ派生商品を多く組み込み、また借入れを駆使し、運用はインバースフローター式つまり基準金利と逆かつ感応性が大きい動きを特徴とする。1994年の金利上昇により純資産価値が3割減し、持分時価や配当も相当に下落した。下落時に売却したため確定した損失額6,500万ドル、業者手数料として1.19億ドルおよび運用手数料として年間700万ドルという数字が挙げられている。</p>
処分内容	<p>社長兼販売担当取締役はロードショーにおける表示の適正監督の懈怠、北東部担当取締役1名(45支店と外務員1,000名を統括)は支店長に不適正な販売を促進するメモを送付した点についての責任を問われている。</p>
20 処分日および事由	Sept.2000 (Dis.5) ¹⁰¹⁾ 合理的適合性分析および顧客別適合性判断の双方の不備
事案 (NASDの主張) 未開示証券販売における適合性規則違反	<p>未登録(無開示)証券販売を自衛能力ある投資家ではない投資家に販売。証券リスクについて、バランスが取れず、また根拠がなく重要事実を欠き誤解を招き、誇張した表現および主張の文書を公にした。内部統制上も、直接投資参加公募に関する適切で文書化された監督手続を欠いた。また、公募にあたり適合性分析を怠り、顧客別適合性判断にあたり収益重視の顧客についての適合性判断手続の文書化を怠った。更にユニット販売にあたり、ある一般顧客と他の一般顧客との扱いを異にし、その事実を販売文書に開示しなかった。また電話で不正確かつ誤解を招く勧誘を行い、売付けにあたって必要な調査(due diligence)を怠った。</p>
処分内容	<p>会員業者に罰金3.85万ドル。</p>
21 処分日および事由	Jan. 1998 ¹⁰²⁾ CMO 販売の件
事案 (NASDの主張) CMO 勧誘に関する適合性規則違反	<p>CMO (collateralized mortgage obligation) の一部でボラティリティが大きく複雑な商品を、一般顧客の投資目的や必要性に反して販売。顧客に対して勧誘した商品の不適合性の開示を怠り、また多くの重要な虚偽表示を勧誘に際して行った。また監督手続の制定実施を懈怠した。</p>
処分内容	<p>業者の会員権剥奪。</p>
22 処分日および事由	Feb. 1995 (3件) ¹⁰³⁾ 私募証券化商品の販売
事案 (NASDの主張) 適合性規則違反を含む諸規則違反	<p>(処分1) ベストエフォート方式での引受証券を13人の投資家に登録主管者A・Bおよび外務員Cを通じて販売した際に、SEC規則10b-5違反に相当する重要事実不開示があった。また、Bは顧客別適合性判断に必要な情報の取得を懈怠した。さらに会員業者は以上の販売の記録を作成保存しなかった。上の件とは別に、A・Bが手数料を裏付けとする証券化商品を7人の一般投資家に販売した際に顧客に適合性要件を知らせなかった。また、うち5人については投資目的や財務状況や必要性といった情報に照らし投資が適格的であることの合理的根拠を示し得なかった。更にBは、顧客証券に対する支払利率を流用し、会員業者費用支払いや顧客不知・未承諾のまま他証券投資に充てた。A・Bおよび外務員Dは売買記録の作成保存を懈怠した。会員業者の純資本計算(FOCUS Part I & II a報告)にあたりBおよびC・Dは不正確な計算を行った。また最低資本割れの状態でCによる証券業務を継続した。Dは、会員業者の執行役員に当該業者の責任履行につき虚偽を述べたほか、NASDの情報請求も無視した。A・Bは破産や国税庁による差押え等の登録業者がForm U-4で登録すべき事項の登録を懈怠した。CはDの監督を懈怠したほか、そもそも登録外務員ではなかった。</p> <p>(処分2) 登録外務員Aは顧客に不適切な勧誘を2件行ったほか、連邦準備委員会規則T所定の支払義務を顧客が満たせるかにつき合理的根拠のないままに販売した。登録外務員Bは所属する会員業者における大口注文および取引適合性決定に関する監督手続を十分に行わなかった。</p> <p>(処分3) 登録外務員AはNASD職員の面会要請を無視し、また登録外務員Bはリテール顧客に対し普通株取引で不適正な手数料を徴収したほか、ベニーストックに関するSEC規則15c2-6所定の特定証券をリテール顧客に販売した際に必要な適合性フォームの作成を懈怠した。</p>
処分内容	<p>(処分1) 会員業者の会員権剥奪。登録主管者Aに罰金5,000ドル、NASD会員との取引を4ヶ月間全面停止。主管者Bに罰金1.5万ドル、今後のNASD会員との取引禁止、1年以内に10万ドルを一般顧客に支払い。外務員C・Dに今後のNASD会員との雇用関係禁止。</p> <p>(処分2) 登録外務員Aに7,500ドルの罰金および全会員業者との雇用関係禁止、Bに7,500ドルの罰金および販売監督職を10日間停止、45日間以内に証券監督者向け試験の再受験要求。</p> <p>(処分3) 登録外務員Aにつき罰金2万ドル、会員業者との関係一切禁止、Bにつき罰金1.5万ドル、ベニーストック勧誘1年間停止、外務員試験再受験要求。</p>

23 処分日および事由	Apr. 1991 ¹⁰⁴⁾ ベニーストック規制違反
<p>事案（NASDの主張） ベニーストックに関する 適合性規則違反</p>	<p>ベニーストックに関する SEC 規則15c 2-6 違反であり、指定証券（有形資産200万ドル以下の発行者が発行し、取引所や店頭市場での取引のない、いわゆるベニーストック）の不招請勧誘を始めとする、販売要件違反および適合性要件違背があった。手続違反として、適合性確認書や購入証券の内容および量に関する合意書面取得前に顧客のため取引を実行した。また、適切な規則遵守手続を文書の形で制定していなかった。制裁対象者が NASD の処分を争い、SEC に抗告中（会員権剥奪および他業者との取引禁止については確定）。</p>
<p>処分内容</p>	<p>会員業者の会員権剥奪および罰金24.4万ドル（社長が連帯）、関連顧客に取引解約権を与える。社長に NASD 会員との取引全面禁止、コンプライアンス担当者に1000ドルの罰金および3ヶ月の取引禁止、登録外務員に2万ドルの罰金および外務員試験再受験を要求。</p>

（注）わが国でも著名な金融機関については参考のため実名を挙げた。

だからである（たとえば事例18と21 とではなぜここまで処分内容が異なるか、筆者には不明である）。

3. 裁判における自主規則

（1）民事効付与に関する議論

以上のように、NASDの適合性規則についての解釈通知や違反に対する制裁は、NASDの活動として完結しているが、それ以外の形でNASD規則が意味を持つか（具体的には裁判における民事賠償請求を基礎づけるか、基礎づけないとしても何らかの法的意味を持つか）について考察したい。これは、州法上の法理（特に信認義務）に基づき適合性違反の勧誘について判断する裁判例に関する第二章との架橋となるというほか、自主規制が自主規制機関という枠の外でどのような意味を持つかを知ることにもなる。まず自主規制一般についての民事効付与（前号の顧客プロアマ区分の問題に関連しては、「プロについて民事責任を免責せよ」という、いわば裏の関係にある議論を展開したが、ここでは顧客一般について、これらに対する自主規制違反が民事責任に連動するかを問題としている）の問題を、続いて、適合性規則に限定しての民事効付与の問題を検討した上で、後者に関する裁判例および現状を概観したい。

まず、自主規則一般について民事効をいかに付与すべきかであるが、自主規則が私的訴権の基礎となるかについての連邦最高裁判示は、この点についてコンパクトに要件および考慮すべき事由について述べている¹⁰⁵⁾。

Cort v. Ash¹⁰⁶⁾ は、連邦法が私的訴権の基礎となるかの判断基準として、①原告所属のクラスに連邦が訴権を与え得るか、②議会に私的訴権付与の意図があるか、③法制度と整合的か、④抵触する州法上の訴権はないか、を挙げている。また、下級審判決であるが Bosio v. Norbay Sec., Inc.¹⁰⁷⁾ は、自主規則（NASD規則についてであるが、他規則にも基本的に妥当する内容と思われる）を私的訴権の基礎とすべきでないとする理由を整理する。すなわち、①連邦証券取引所法中の自主規制機関関連規定（証券取引所法6, 15A, 15Bの各条）は自主規制機関会員行為について規定していない、②立法過程でこの件に言及されていない、③私的訴権付与の場合には明記する例が一般的である、④法が自主規制機関による執行を規定していることの反対解釈から、それ以外の方法（裁判上の請求を含む）は認めないと議会が考えたと解される、の諸点である。このほか、実際問題として、自主規則に私的訴権が付与されるとすると、自主規制機関が規則を作らなくなってしまう

うという指摘がある¹⁰⁸⁾。こういった付与に消極的な見解の背景には、連邦証券規制に私的訴権を付与することに慎重であった最高裁の態度があるといわれている¹⁰⁹⁾。

続いて、適合性規則に限定して民事効付与の問題について議論されているところを見たい。この問題に関しては、適合性法理に関する古典的論文(先の三つの転機の第二の時期におけるブローカー責任に関する古典的論文としてよく引かれる)とされる Mundheim 論文に政策論が展開されている。ちなみにこの Mundheim¹¹⁰⁾の主張の大要は、「NASD は速やかに適合性規則(当時は倫理規定(ethical standard)と考えられていた)に基づくブローカー責任を定義するガイドラインを発表すべきであ¹¹¹⁾り、かつ、「NASD が裁判所に先行すべきであり(SEC と NASD の協同規制 co-operative regulation)、その場合に制裁方法に多様性、特に被害者救済を盛り込むべき¹¹²⁾(さもなくば、適合性規則違反が法律上の基礎として民事訴訟を基礎づけかねず、陪審に付される恐れもある¹¹³⁾)」というものである。前者および後者の制裁多様化は達成されており¹¹⁴⁾、また後者の「裁判所に先行する」という趣旨も裁判所や SEC の介入可能性を全く排除するというものではない¹¹⁵⁾ので、現在の裁判所の自制的な状況(NASD 規則違反を直接の私的訴権の基礎とは認めない)を鑑みれば、ほぼ主張どおり実現されているといってよさそうである¹¹⁶⁾。さて、この Mundheim は以上のような主張から、NASD 規則に民事効を認めることに否定的であり、その理由¹¹⁷⁾として規則を作る最適者は SEC や裁判所ではなく業者自身であり(ビジネス倫理樹立のための自主規制機関制度をマロニー法が設けたのもその

ためである)、民事効を付与すれば NASD 規則の発達を抑制すると述べている。ちなみに、NASD は当時この Mundheim 提言を容れず(前章でみた制裁活発化は比較的最近のことである)、ガイドラインを特に発表することはなかったが、Mundheim の警告したところと異なり裁判所の大勢は適合性問題に直接には介入しなかった。従って、NASD 規則の第二から第三の転機までの期間(つまり1960年代から1990年代まで)、NASD は適合性に関する規則制定および執行の機能を活用しておらず、Mundheim 論文の主張も生かされていなかった。

(2) 裁判例および現状

第二巡回区控訴裁判所を含む多くの裁判所(連邦最高裁による判例はない)は、自主規制違反に私的訴権を認めない¹¹⁸⁾が、違反が詐欺(fraud)の程度に達する場合には訴権を認める可能性を示唆する判決が相当数あり¹¹⁹⁾、結論としても認めた古い連邦控訴審判決もないではない¹²⁰⁾(正面から否定されてはいないが、他の区では従われておらず、また同じ区でも適合性に関する訴訟の絶対数が少ないため偶々否定例が出ていないという可能性はある)。

このように、ブローカーが NASD 規則に違反したこと自体は、顧客の訴訟を基礎づけるものではないが、その他の構成たとえば連邦法上の詐欺に基づく訴えにおいてその事実を斟酌するという判決であれば多く存在する¹²¹⁾。また過当取引などの「詐欺」の事実認定における陪審の考慮要因として自主規則違反を挙げることも認められる¹²²⁾。

筆者は適合性という語を持つ裁判例(240件前後)を表の形でまとめ(本稿には紙幅の関係

から掲載していない) 検討したが、NASD 規則違反について民事責任の基礎として米国裁判所が認めているか否かを断定することは難しいという印象を持った。すなわち、1960年代まではこの問題について殆ど判例のないところ、その後20年ほどの間に傾向としては固まっているのだが、それでも形式的には各巡回区で対立した状態にあり、一部の区には私的訴権を認める古い判決が否定されないまま残っているからである。もちろん、実務対応としては常識的に、つまり、原則としてNASD 規則違反は民事責任の基礎とならないことを前提に、原告顧客の立場に立つのであれば、有効な私的訴権の基礎(州法であれば信認義務、これが成り立たない場合、過失や看做し詐欺といった他の州法上の基礎。また、連邦法上の主張が可能な場合、主観要件を満たせる場合、10b-5の詐欺の主張)を確保した上で、各主張の要件を立証する際の間接事実としてNASD 規則違反を用いるようにすればよい。翻って被告業者の立場に立つ場合、原告が何らかの事由でNASD 規則違反の点のみを請求の基礎とする場合にも認容の可能性がないではないことを意識する必要があるだろう。

II. 金融商品販売と受託者法理に関する米国裁判例

1. 業者責任追及の方法—裁判上、どのように適合性の問題を争い得るか

前章(I.)ではNASDによる規則制定およびその違反に対する制裁に焦点をおいたが、ここでは、裁判所において、どのように不適合な勧誘を行った業者の責任を顧客が争い得るかに

ついて検討したい。内容としては、重要度の高い、州法上の受託者法理(信認義務)の解釈、および問題点の検討が中心となっている。

さて、前章の最後で扱ったように、自主規則違反(少なくとも、不適合な勧誘に関するNASD 規則違反)は、直接に訴権を基礎づけることはないが、他の訴権の主要事実(たとえば悪意)を間接的に裏付ける形で評価され得るとするのが裁判例の大勢であった。このように決着しているが、かつては、判例法理として適合性違反を基礎として責任を認める方向も検討され、その場合について「適合性の法理(suitability doctrine)」という表現が用いられた(自主規則が直接基礎となるならば、適合性規則(suitability rules)違反といえよく、あえて「適合性法理」という必要はない)。しかし、そのような判例法理は結局発達しなかった(理由は定かでないが、1960年代に適合性が問題となった際の事案の表れ方が、主にいわゆるペニーストックのボイラールーム販売に関連したものであったところ¹²³⁾、SEC 規則として個別に解決されたという事情が関係しているかもしれない。ちなみに近時、デイトレーディング勘定の開設が問題となったが、これもNASD 規則¹²⁴⁾によって対処された)。

自主規則違反や適合性法理という形で訴権が基礎づけられないのであれば、連邦または州の明文かコモンロー上の法理(doctrine)が基礎として求められねばならない。この中で実務上、最重要なのが州法上の受託者法理(信認義務)である(たとえばPoserはブローカー責任について州法と連邦法とに章を分けているが、州法の殆どの部分(および連邦法の一部)を信認義務の記述に割いている)。

もっとも、信認義務による構成も以下に見る

ように万能ではない。そこで、その他の州法上の法理¹²⁵⁾や連邦法上の訴権に関連して主張する可能性も検討されている¹²⁶⁾。とりわけ、連邦法上の詐欺として構成する可能性もあり、実例も多い^{127, 128)}。たとえば Loss が提唱し往年の裁判所が採用した「看板理論 (shingle theory)」は、顧客の信頼を業者が招いた場合、当該業者は顧客を公正に取り扱う義務を黙示に負い、その義務の違反 (適合性の文脈でいえば、説明に虚偽遺漏のある勧誘を行うこと) は連邦法上の詐欺に該とする。この法理について、受託者責任類似の責任が認められるといわれている¹²⁹⁾。また、1949年の判決¹³⁰⁾に関連して唱えられた信頼理論 (the trust and confidence theory) と呼ばれる法理は、看板理論に併行して受託者に近い地位をブローカーに認めている (何らかの理由で信託義務構成では提訴できない場合にこれらの法理が援用される可能性がある)。ただ、連邦法上の詐欺を基礎とする場合、「悪意」要件に関する不明が多い¹³¹⁾という難点がある。また、州裁判所では連邦法を扱えないという制約もある (連邦裁判所では連邦法・州法の双方について判断し得る¹³²⁾)。また、これらの法理は、不適合な勧誘とは異なる行為類型 (特に利益相反) を主に想定しており¹³³⁾、不適合な勧誘に基づく責任を追及する手段としては発達しなかったようである¹³⁴⁾。

2. 信託義務に基づく構成と問題点

(1) ブローカーは受託者か

証券ブローカーとその顧客との間に取引に関する紛争があり、裁判で争われるに至った場合に、州法の受託者責任 (以下、文脈に問題のない場合、信託義務と区別しないで用いる) に基づいて顧客が業者を訴えることは可能であろう

か。この点につき、本稿がその著作を主な参考書としたブローカー法律問題専門の証券弁護士 Lofchie と、これもブローカー法律問題専門の実務家出身の大学教授 Poser とは一見正反対の立場をとっている。すなわち、Lofchie が「裁判所は、一任勘定の場合にはブローカーを投資判断上の受託者 (fiduciary) と見るが、そうでなければ、たとえブローカーの勧誘に基づいて顧客が投資判断したとしても信託関係なしとするのが原則である」とする¹³⁵⁾一方、Poser は「ブローカーは顧客の代理 (agent) である。州法下、代理は本人に対し代理関係に関する一切につき受託者 (fiduciary) とされる (公平誠実 (fairness and honesty) を上回る受益者利益擁護義務を負い、信託法の受託者 (trustee) と同様の立場にある)。ゆえにブローカーは、裁判上、一般に受託者として扱われ忠実義務 (duty of loyalty) を負う」とする¹³⁶⁾。

残念ながら「Poser と Lofchie の両者とも例外を認めている。同じ内容の裁判例群を裏表から表現したに過ぎず、結論は一致するのではないか」とは片づけられないようである。たしかに裁判例を通じて主な問題が決着しているのであれば、信託義務を原則とするか否かで結論は異ならないとも考えられる (いずれも判例に合わせ調整するであろうから)。だが、業者顧客の関係は多面にわたり変化している。すなわち、①業者顧客間の関係も伝統的なブローカー関係に留まらず、一方にはディスカウントブローカーやネット業者のように注文受託に徹する者がある一方、他方には変化についていけない多数の投資家に投資助言を行おうとする者もある。②商品や取引形態が多様化しており一般論として業者責任が認められ易い傾向にある、

③顧客が複雑化している。証券投資を行う層が拡張したこともであるが、従来ならば無縁であった商品や取引（たとえば派生商品）に一般投資家が触れる機会が増えた。これも一般には業者責任を認め易くする要因といえようが、一般投資家が救済される場合に機関投資家も同様に扱う実質的理由は普通はないので、顧客の性質に応じて区分できる理論構成が必要である。

このような状況下、裁判例の指針なしに信認義務の存否を自ら判断せねばならないとすればどうか。いずれの論者も例外要件（Lofchieでは信認義務が成立する場合、Poserでは成立しない場合）について記すところは明快さを欠き、基準となる明確な理論があるわけではないようなので、新しい事案について判断が食い違うことは避け難いと考ええる。

筆者は、「原則は信認義務は成立しないが、一任勘定などの所定の要件を満たす場合、裁判例は信認義務を認めた上で業者の責任を認めることがある」というLofchieの考えが理解しやすいし、裁判例の趨勢がそうあると考えている。しかしPoserのような考え方が根強いことも事実である（投資家ないしその側に利害がある場合は特にそうであろう）。そこで以下では、裁判上、ブローカー業者と顧客の間に信認義務が成り立つとされる場合について確認（(2) (i)）した上で、信認義務による顧客救済を図ることに対する批判をまとめてみたい（(2) (ii) 以下）。

（2）信認義務構成の問題点

（i）前提—裁判上、ブローカーに信認義務が認められる場合

信認義務は独立の法分野というよりは、広範な法領域の随所で裁判所が用いる衡平の概念で

あり、忠実義務（loyalty）を伴う点が特徴的とされる¹³⁷⁾。ブローカーについていえば、顧客の代理（agent）として、エージェンシーに関わる信認基準（fiduciary standard）の適用があると考えやすい（証券会社が本人（ディーラー）としての資格で取引する場合は別である）。もし代理という属性にブローカーの信認義務の根拠を求め得ると考えるのであれば、前出のPoserのいうように、原則としてブローカー業務について信認義務が認められることとなるろう（Lofchieのように原則としては義務はないとする立場とは整合的でない）。

ブローカーに信認義務が原則的に認められるとする立場からもそうでない立場からも、信認義務およびそれに基づく責任が異論なく認められており、裁判上もそのように扱われている典型的な類型として、一任勘定による顧客資産運用権限を持つ場合がある¹³⁸⁾。Poserはこの場合を拡張解釈して、一般論として口座に「支配」を持たば、顧客の業者信頼や業者悪意重過失といった主観的要件の立証を要せずに責任が認められるという解釈を唱えている¹³⁹⁾。一任勘定でない場合、業者が投資家判断を支配（control）していたことを証明する必要が一般にあるとされる（限界的な事例については（ii）を参照¹⁴⁰⁾）。もっとも仮に「支配」がなくても、その他の顧客との関係、たとえば投資助言を行っていたとか、顧客に自衛能力が不足した等の事情¹⁴¹⁾を踏まえて信認義務ありと判断される例も少なくない。

（ii）信認義務に関する米国裁判例はわかりにくく分裂している

先述のように、ブローカーに原則として信認義務を認める裁判所は代理という点に受託者責任の根拠を求めているが、そうすると「信認義

務」という場合に連想される典型的な例である信託法上の「信認義務」とは異なる内容が適用されるというほか、先例のない場合には形成されねばならない（一口に「信認義務」といっても、根拠となる法領域たとえば代理・信託・会社法・相続により内容が異なる）¹⁴²⁾。州法上の責任をブローカーに認めたりディングケースとして1869年の事例¹⁴³⁾が紹介されているように、州法上の集積は相当のものがあるとはいえ、代理領域における信認義務の内容は今日のブローカー業務のさまざまな形態（たとえば、投資助言を行う場合や、一任勘定取引のように資産運用権限を授与される場合）すべてはカバーしない上、硬直的で非合理的なものもあると評されている¹⁴⁴⁾。さらに、ブローカーが代理のみならず、受寄者や売主等の地位を併有し得ることも問題を複雑とする。裁判所が、州法の受託者責任の成立要件と、業界行為規制（NASD自主規制に基づく処分）の要件を混ぜることも混乱に拍車をかけると言われている¹⁴⁵⁾。このような状況の下で、信認義務の認定要件の決定が裁判所（連邦裁判所だけならまだしも、各州最上級審を最終審とする州裁判所を含む）に委ねられているわけである（ちなみに、従業員退職所得保障法 ERISA は法的不確実性を避け受託者責任内容を明記している¹⁴⁶⁾）。

ブローカーに原則として信認義務ありとする場合、信認義務の内容に関する下級審判決例の見解不一致という問題に直面することとなる¹⁴⁷⁾（最高裁に上告して判例統一を図るよりも和解や仲裁で先例を残さない形での解決を実務が好むことから、分裂状態は解消され難いようである）。このことを、個々の受託内容執行終了後における取引に関する助言義務（取引執

行後、事情の急変等で当該取引が顧客不適合となった場合に注意する義務を負うか）を例にとって裁判例を見てみたい¹⁴⁸⁾。

(a) 近時の、そして証券取引活動上、重要な巡回区（特に東海岸の第二区や西海岸の第九区）は、信認義務に基づく助言義務を認定することに消極的である。著名な判決 *De Kwiatowski v. Bear Stearns & Co., Inc.*¹⁴⁹⁾ では、裕福で取引知識のある投資家の非一任勘定に関連して、「ブローカー責任は制限的すなわち取引毎に成立するものとし、当該顧客に対する継続的な監視・助言義務はない」として原審判決を取り消した。本判決によれば、このような助言義務は、顧客が業者と独立対等の関係にないか、ブローカーが能力の欠けた顧客を事実上支配しているといった事情¹⁵⁰⁾から業者が特別な義務を負う場合に限られる。これに先立つ *Leib v. Merrill Lynch*¹⁵¹⁾（判決理由は、取引毎に成立する義務の程度に関するもので、一任勘定でない場合、営利目的には投機的に過ぎることにつき警告する義務はないとする）は、「一任勘定では義務は継続的だが非一任勘定では義務は取引限り（投資家に対して投資関連情報を開示しなくても責任を問われない）」という基準を示しており、広く踏襲されている。もちろん、損失の発生について業者側に過失のある場合には、信認義務を問うまでもなく取引後も責任が認められ得る（*Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Cheng*¹⁵²⁾ は業者が過失で非一任勘定についてオプションを未承認で買付け、かつ、報告の際に可能な対応として反対売買と追証差入れしか示さず承認拒絶可能なことを説明しなかった事例で、裁判所は、原告主張の信認義務の論点（陪審判断の当否）に立ち入ることなく業者の責任を認めた）。

(b) 以上が原則的なルールのようにあるが、損失発生にあたり業者側にも帰責事由がある場合に信認義務を認めた例がある（正確には取引後の助言ではなく、業者側対応についての事例）。実質的には業者と顧客との共同不法行為と見るべき内容であり、業者の信認義務の有無という二者択一の構成を取ることが適切でない事例といえよう（上の(a)の事例は顧客側が自衛能力があるかとか判断可能であったかという事情を業者側の義務の認定にあたり斟酌しており、契約を前提とする信認義務の構成に馴染み易いが、以下の事例はそうでない）。Thropp v. Bache Halsey Stuart Shields, Inc.¹⁵³⁾ は、非一任勘定を持つ一般投資家顧客の夫が顧客署名等を偽造の上で資産処分した際に、業者が当該署名等の審査を内部手続に即さず行ったという事例であり、裁判所は、業者は信認義務に基づき審査する義務を負うことを前提に過失責任、信認義務違反を認めた。また Vucinich v. PaineWebber, Jackson & Curtis, Inc.¹⁵⁴⁾ は、非一任勘定で業者の「支配」は認められなくても、業者が口座監視を約した（総資産6万ドルの投資経験や理解能力の乏しい中年主婦が投機的でない投資を希望したところ、空売りを勧められ、その際に業者が口座を「ウォッチする (monitor)」と約束した）事案で、業者は信認義務に基づく責任を負うとした。

(c) 「ブローカーは受託者か否か」という悉無律ではなく、状況に応じて義務内容を段階づけるべきとする裁判例もある（信認義務を基礎とする場合、損失発生に寄与する事情が顧客側にある場合にそれを斟酌しにくい、「状況」の中に顧客側事情を反映すれば賠償範囲を調整できる）。Kronfeld v. First Jersey Nat'l Bank¹⁵⁵⁾ は、過去に投資助言した事情があれ

ば、非一任勘定の顧客にも不適合な取引につき警告する信認義務を業者が負う可能性は否定できないとする。

(d) 以上はいずれも裁判例であるが、仲裁では裁判よりも業者責任を認められ易い（特に裁判所が業者責任をなかなか認めない機関投資家顧客の場合にも認める傾向が強い）ようである。たとえば、伝統的ブローカー業務については、「勧誘がなければ業者責任は問われない」というのが常識であるところ、最近の仲裁例では業者勧誘がない場合にも責任を認めるものが多いという（「度を越した酔客の求めに酒屋は応じてはならない」とする判決をもじって「居酒屋 (dramshop)」仲裁といわれる）。顧客には事業会社や金融会社役員、不動産業者、投資会社などのプロも含まれる。In the Matter of the Arbitration Between Peterzell, Joel and Charles Schwab & Co., et al.¹⁵⁶⁾ はオプション投資を業者が勧誘した事例で、原告が能力（オプション投資経験）ありと偽っていたにも拘らず業者側に責任が認められており、そのように判断する前提として業者が継続的な監視・助言の義務を負うとする。また、In the Matter of the Arbitration Between Trans National Group Servs., Inc. and PaineWebber, Inc.¹⁵⁷⁾ は、顧客の教育や職業経験、資産が当該オプション取引に十分（むしろ業者側ブローカーの知識経験のほうが限られ、勤務先証券会社が命じた口座監視（これを行うことについて業者顧客間には明示の合意があった）を行うに留まり、勧誘等は行っていない）という事例であるが、単一銘柄のプットオプション集中投資という最も危険な投資に移行したにも拘らず業者がこれを牽制しなかったという場合に、業者が信認義務を負い、また、自主規則や内規に違

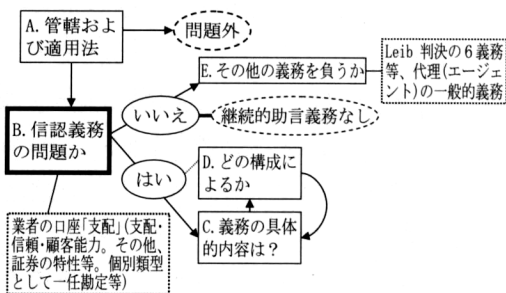
反した形で口座監視を懈怠したことを理由として、業者側に責任を認めた（損害との間に独立の因果関係は必要ないとしており、結論としても妥当性について判断が分かれそうな事例である。口座監視に関する合意およびその違反があれば信認義務が簡単に認められるというのであれば、乱用的な監視合意を促すかもしれない）。

以上の裁判例等を一般化することは困難であるが、どちらかといえば主要な巡回区の近時の判決が信認義務の認定について厳格であり、州裁判所が緩やかに認める傾向があるようである。(c)の下級審の態度は、その結論や方向性については共感を得やすいであろうが、裁判の予測可能性を相当に害するものであろう（脚注37に引用したわが国の平成17年最高裁判決の比ではなからう）。

実務常識としては、非一任勘定の顧客に対する助言義務を業者は負わないと考えればよいであろうが、管轄によっては責任が問われる可能性は否定できない。

(iii) 信認義務に基づく訴えは簡単に決着せず不効率である

図1 不適切な勧誘につき複数の訴権が認められる場合



信認義務に基づく州法上の請求と例えば連邦法上の詐欺とでは、訴因 (cause of action) は別とされる。同じ事案に複数の責任が成立す

る例もある¹⁵⁸⁾。州法上と連邦法上との双方の訴因を行使できるためであろうが（州裁判所では連邦法に基づく判断をなし得ない）、原告は可能であれば連邦裁判所に提訴する傾向が強いといわれる。複数の訴権の行使は互いに妨げあうものではないとされる¹⁵⁹⁾。

このようにして信認義務違反を含む複数の訴権を行使する場合、信認義務の場合とその他の構成に基づく場合とでは審理すべき内容に重複があり、裁判所がよほど訴訟指揮を行わねば効率が悪そうである。左の図1は判断の流れを Poser の記述を踏まえて整理したものである。この図が正当とすれば、信認義務という論点に触れると、認定結果にかかわらず引き続き複雑で微妙な判断が求められそう¹⁶⁰⁾である（特にCやDの段階で、信認義務ありとされてもその構成や内容について裁判例が分かっている。また義務なしとされても引き続き類似のその他の義務が審理される）。したがって、Aの段階（却下事由を見つける）やBの段階（別の訴因で解決できるならば信認義務の点には触れない。触れる場合にも出来るだけ即決裁判を用い事実問題に立ち入らない（もっとも信認義務の構成要件の多くは事実問題とされ、即決判決の対象とはされない）で徹底した振り落としが行われようし、これは裁判例に見られる扱いに合致する（もっともBで信認義務不成立としても、Eで「受託者責任類似の義務」の審理を要するかもしれないが）。

このような複雑さは、要件と効果が曖昧な「信認義務」を含む類似の訴権が偶々併存したため生じたに過ぎず、様々な観点からの救済可能性を原告投資家に与えるものと肯定的に解することはできないであろう。

(iv) 信認義務に基づく救済以外の手法がある

米国では適合性違反の勧誘に対する業者責任の追及の根拠として、州法上の受託者責任の法理に拠ることが可能であり、また、訴訟の方法として比較的自然的な手段である。確かに、その他の手法と競合し（II.1 業者責任追及の方法）、その結果として上の（iii）に見たような審理上の不効率という問題が生じ易い。しかし、原告が有利と判断する常識的な法律構成に基づく主張を、たとえ上の（ii）や（iii）で述べたような問題があるにしても、否定することは難しいであろう。

しかし、信認義務という構成が適合性判断に関連した業者責任を問う手段として最適かどうかには疑問がある。信認義務はむしろ、適合性原則違反の問題に馴染みにくいようであり、たとえば Weiss は信認義務に基づく典型的な受託者の問題として①自己取引、②利益相反、③最良執行違反や顧客委託の無視、④手数料等の開示不足や顧客資産流用、⑤顧客資産の転担保、⑥一任勘定、を挙げ¹⁶¹⁾、適合性に関する問題は挙げていない。

また、注意義務や過失といった構成のほうが、被告側事情を過失相殺しやすいというメリットも挙げられるかもしれない¹⁶²⁾（信認義務に基づく請求であると基本的に受益者の原状回復が目指され、顧客側に帰責事由がある場合にもそれを反映し難い）。

さらに、近時の業者責任の成否の判断を難しくする大きな理由として業態の多様化（たとえば、投資助言サービスにおいて、金融機関財務リスク管理の発想を一般顧客にも持ち込み、その前提として、顧客情報の把握や資産との適合性判断が極めて重要となっており、顧客もそれを期待している）があるが、そういった事情を

正面から契約内容として扱える構成（債務不履行など）のほうが、信認義務が成立するか否かを判断した上で責任を認めるという迂路（信認義務成立要件について過去の判例の影響を受けざるを得ない）を経るよりも混乱を生じ難いように思われる。

業者の責任を問う基本的な根拠として、英国では注意義務違反を、また、わが国では不法行為を用いてきたが、いずれも比較的緩やかな要件の訴権を認め、責任正否の最終的な判断は裁判所が諸事実に基づいて行っている。多数の種類訴権を認めるが立証困難な要素を含む場合が多い米国の例よりも簡明かつ実動的であり、また、新しい問題に対しても柔軟かつ明快な対応を図り易いように思われる。

(v) 英国では注意義務の問題に解消している

英米法系の国では、信託法およびそれに基づく受託者責任に関する法理が米国のそれと相違はあるものの発達を遂げているが、これら諸国では業者顧客間の関係について受託者責任を認めるのであろうか。米国の例（先述の Lofchie と Poser との見解対立）からも容易には解答できそうもない問題であるが、幸いオプション取引についてであるが米国法との比較の形で英国制度を信頼に足りると思われる英国実務家が紹介しているので、これを参照したい（オプション取引という事情は、その性質上リスクが予想されるという理由から業者責任を認め難くする方向に働くかもしれないが、信認義務の成否可能性という問題そのものを否定するものではあるまい）。

William Blair¹⁶³⁾ は、適合性に関する契約責任に関する見解は確立しているとはいえないが、斟酌される可能性がある要因として①提供するサービス範囲、②当事者間の関係（顧客が

業者の経験知識に依存しているか等), ③投資家の状況とくに金融知識, ④リスクの性質(エクスポージャーの大きさなど), ⑤取引の複雑性, を挙げる。そして, これらを受ける法律構成として (a)説明責任(duty of disclosure. 法的根拠ないし先例が挙げ難い), (b)助言義務(duty to advise. これも明示的に約定しない限り, そのような責任を認めることに裁判所は消極的である), (c)注意義務(duty of skill and care), (d)信託義務(fiduciary duty) が考えられるとする¹⁶⁴⁾。

注意義務と信託義務については, 信託義務ではなく注意義務が適合性判断の問題で斟酌されるのでないかと述べている。理由として, 米国では比較的ゆるやかに信託義務を認めるのに引き替え, その他コモンロー圏ではこれに抑制的であり, 現に商業的な銀行取引で信託義務が問題となることは稀であり, 過去に信託義務の問題とされた事例も現在ならば不法行為あるいは注意義務の問題として解決されたであろう¹⁶⁵⁾という。同じ筆者が別稿¹⁶⁶⁾で, 対機関投資家向けオプション販売で業者の責任が問われた英国 Dharmala 判決 (Bankers Trust International plc. v. PT Dharmala Sakti Sejahtera¹⁶⁷⁾) と米国 P&G 判決 (Procter & Gamble v. Bankers Trust¹⁶⁸⁾) とを比較している (Dharmala 判決では信託義務は論点ともされていないが, P&G では地裁で結論として棄却された) が, そこでも, 「顧客業者の双方が程度の高い会社の場合, 信託関係に基づき解決しようとするは無駄な争点の導入であり避けるべき」という見解が同じ筆者により示され, 解決としては, 注意義務 (duty of care) に基づく契約上の義務が適合性をカバーするかが問題とされるべきとする (もちろん, 注意義務

構成をとった場合にも, デリバティブ取引の場合の銀行顧客間の関係を通常の関係とどのように異なると見るか, 助言義務を認めるべきかといった解釈は避けられないが)。

Blair のいう英国事情に照らすと, 上の (ii) や (iii) のような構造的弱点を持つ米国受託者法理を, コモンローの下地のないわが国が倣う妥当性は一層疑わしく思われる。「英国は FSA による投資家保護が手厚いから信託義務に基づく裁判上の救済の必要性は低い」という考えもあるかもしれないが, 米国でも NASD 処分は手厚く, また, 英国も 1997 年よりは FSA ではなく自主規制機関 SIB の自主規制によっていたが, Blair の扱う事例の多くはその時期のものである (更に, 前号で述べたように, 日米と異なり FSA 規則違反が民事責任請求の根拠として援用可能という事情からコモンロー上の救済の必要性は薄いという考えもあるかもしれない。しかし, 米国でも連邦法上の詐欺規定要件を満たせば適合性関連事案を訴求可能である)。わが国でも不法行為に基づく固有の法理の形成を信託義務の導入によって乱すことは避けるほうが賢明でないか。ただでさえ商品や取引, 業態の変化に直面した裁判所は判断の統一が図り難く, また自信のなさが過失相殺の多用という結果に現れているように思われる。国際問題で米国規制 (いわゆるグローバルスタンダード) に同調することの意義は大きい, 業者顧客関係は国内限りの問題であって, 海外の真似をする必要性は乏しいと考える。

Ⅲ. 考 察

1. 米国リテール規制のあり方から学ぶべきこと

米国では適合性原則を始めとする業者行為規制の制定が、議会やSECによってではなく、自主規制機関NASDに主導されて行われる。また、その執行についてもNASD自身があたると。このような自主規制機関中心の方法が最高とは当然にはいえない。英国では自主規制機関SIBの各種証券不祥事に対する対応不足が一因となって、主な規制監督権限が金融サービス機構FSAに集中された。しかし、わが国には、自主規制機関（日本証券業協会）が存在するのであり、金融庁が英国監督機関のような徹底した介入を行わない以上、自主規制機関がなぜ米国のように機能しないか（規則制定や会員通知、規則違反に対する制裁が低調か）を考えるべきであろう。自主規制機関の活動が不活発のままであると、リテール顧客の救済は事後的で不確実性の高い裁判所に吹きだまることになり¹⁶⁹⁾、顧客はもちろん、業者にも不利となりがねない（現時点では、敗訴による業者負担が一般に限られるため、司法の場に解決を持ち込むことが業者に有利なようであるが、米国流の原告投資家を支援する制度（たとえば集団訴訟・懲罰的賠償・民事陪審）の導入次第では、業者不利となる可能性はある）。

なるほど、金商法では米国にはないリテール保護規制（開示よりは販売段階での保護に重点を置き、結果として行為規制が多くなっている）が英国制度に倣って導入された。また、業者の責任根拠として、受託者責任に基づく一般

規定が整備された（いずれも金商法のリテール規制の目玉とあってよい事項である）。しかし、前者が英国規制と異なり良く機能しない、あるいは、定義が不適切な形で規定されたことについては、前号でプロアマ区分を例として指摘した。後者の一般規定については、受託者責任に基づく責任追及がいかに問題含みかについて本号で紹介した。このような状態なので、金商法が従来の証取法に比べて、リテール顧客救済について格段に良く機能するとは筆者は考えていない。むしろ、自主規制機関における事前的な問題解決および規則違反に対する制裁実施を強化する必要があると考える¹⁷⁰⁾。

日証協がそうなるにはどうすればよいか。現在、証券取引所についてであるが、自主規制機関の見直しとして、有識者による懇談会と実務家を中心とした検討チームとの双方が置かれ、わが国取引所を海外のその水準に近づける可能性を吟味している¹⁷¹⁾。しかし、そこで検討されている内容を見ると、米国では10年以上も前に民間で発案し、わが国シンクタンクなどもいち早く紹介してきた内容である。なぜわが国では発案がないか、またなぜ知識が活かされないかが真の問題であり、それを検討すべきでないか。具体的には、自主規制機関の意思決定の現況（特に監督官庁関連の人事の影響について）を海外と比較しながら事実把握すべきでないか¹⁷²⁾。組織について考えると、**「委員会設置会社方式がいいか、持株会社方式がいいか」といった、正鵠を得ない（準当事者が設定した枠内での）議論を続ける限りは時間の浪費であろう。**

2. 金商法の何が問題か

前号で技術的な事項については指摘したの

で、次元を変えて問題と思う点を述べてみたい。まず、英米と比べ、リテール顧客保護規制の整備について手抜きしているという印象を持たざるを得ない。前号に指摘したように、顧客区分について予め準備した案（それも三分とか四分といった、いかにも机上の案という印象を受けるもの）に実態を押し込むような形で法案が作られている。なぜ、英国 FSA 規則や米国 NASD 通知のように、生きた実態を正確に捉え、それを規制していこうとする体制が取れないのだろうか（もちろん時間等の制約はあるが、それは英米でも同じである。違いは、リテール規制整備を政策として優先しているか否かにあると考える）。金商法は、一番すべきでないところを規制緩和の名目の下、手を抜き、監督機関の職務かが疑問な業界再編に関する業法関係に規制エネルギーを集中しているように見える。

更に、新規制が投資家と業者とに負担となり、導入しないほうがむしろよいと思われる場合がままある。本稿で扱ったプロアマ区分の例を取ると、プロアマ区分というコストのかかる制度を導入する以上、見合った効果が得られねばならない。そのためには前号に述べたように、プロと認定された当事者に対する規制負担を徹底排除し自由化する必要がある。ところでわが国では規制が裁判所中心となっているため、民事責任について免責が得られるのでなければ制度コストに見合わないと考えられる。

中途半端な規制においては目立つ弊害（たとえば、実質アマを不当にプロ認定した場合に救済の途が閉ざされる事態）は回避できようが、制度が目的とする効率化は得られない。弊害を恐れる余り無意味な制度を作ることは有害無益であり、意味ある制度を作り、不幸にして弊害

が出ればそれに対処するべきであろう（立案者評価についても、立法の数に留まらず、制度の効果やあれば弊害の発生理由に遡っての評価がなされるべきであるし、そのためには規制のコストと効果との事後検証が有効であろう）。

受託者責任についていえば、「一問一答 金融商品取引法」(2006)のQ156の「受託者責任」の項目（「受託者責任」が投資顧問等に限らない広い範囲の金融商品取引業者に適用あることが書かれている）を筆者が悲観的に読み込みすぎたのであれば幸いである。筆者は、領域（たとえば投資顧問や投資信託あるいは各種のビジネストラスト）を限っての信託法理の導入には賛成だが、顧客業者間の関係一般に受託者法理を導入する政策は不適切と考える。金商法リテール規制の柱として受託者責任規定を置き、裁判所に問題を流すという処理は不足である。このような中途半端な解決は、目的達成には到らずコストのみが高み、また、真に機能する施策の導入を遅らせる。

注

- 1) 川地宏行「投資勧誘における適合性原則」三重大学法経論叢17巻2号1頁, 18巻2号1頁 [2000]。以下、注5までの文献は筆者手持ちの文献リストを「適合性」で検索したものであり、この問題について網羅的なものではない。
- 2) 嶋拓哉「英国における金融商品販売促進規制—我が国投資サービス法制の整備に向けた立法的示唆」国際商事法務33巻3号325頁, 4号463頁 [2005]。
- 3) 川地宏行「ドイツにおける投資家保護の法理」先物取引被害研究13号1頁 [1999], 角田美穂子「金融商品取引における適合性原則—ドイツ取引所法の取引所先物取引能力制度からの示唆」亜細亜法学35巻1号117頁, 36巻1号141頁, 37巻1号91頁 [2000-2002]。
- 4) 嶋拓哉「ドイツにおける金融商品の不招請勧誘規制とわが国投資サービス法制への示唆—情報通信技術の革新への対応の必要性について」国際商事法務34巻2号177頁, 3号327頁, 4号463頁, 5号627頁 [2006], 川地宏行「電子商取引における不招請勧誘と契約締結をめぐるドイツ法の動向」クレジット研究32巻295頁 [2004], 小野秀誠「通信販売と金融サービス給付〜ドイ

- ツの新通信取引法」国際商事法務32巻4号448頁[2004]。
- 5) 青山麻理「英国における保険販売と適合性原則」ニッセイ基礎研 REPORT [2005年11月], 小西修「英米における適合性原則規制の動向」生命保険経営71巻3号33頁[2003], 「金融庁 適合性原則踏まえた保険商品の販売・勧誘のあり方 検討チームが論点整理を取りまとめ公表へ」インシュアランス4178号2006年4月13日4頁。
 - 6) See Weiss, *infra* note 128 at 88.
 - 7) Securities Exchange Act Rule 15c-1 through 15c-9.
 - 8) Norman S. Poser, *Broker-Dealer Law and Regulation* (3d 2004) [hereinafter Poser] at 3-78 fn. 419 や Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* (4th 2004) 790 [hereinafter Loss] によると, 1983年の自主規制機関への実質的な強制加入を定める証券取引所法改正(証券取引所法 § 15(b)(8))があるまでは, SECが店頭ブローカーディーラーの適合性に関する規則を制定することがあった。
 - 9) 商品取引所法4bについて, 商品先物取引委員会も裁判所も適合性違反について私的訴権の基礎とならないことについて合意している。Dyer v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 928 F.2d 238, 241 (7th Cir. 1991)。商品取引は内在的に投機的であるから, 保守的投資目的は問題とならないこと, および, 連邦法の詐欺防止条項の適用の関連で不適切な投資勧誘の問題を間接的に反映できる) こと, が理由とされる。保守的な顧客に商品を勧めた場合, 適合性ではなく詐欺と捉え, また非保守的な顧客が適合性を問題とした場合には却下し, 要するに商品取引については適合性原則を観念しないほうがよいとする Poser *supra* note 8 ¶ 83.03[E]を参照。また本文中に「NASD 規則は全証券に適用あり」としたが, 正確には地方債について MSRB 規則が設けられ, NASD 規則に類似するものの, 所定の要件を満たす機関投資家に対し適合性規則の適用を免除する点などが異なる。SEC Release No.34-45849 (Apr. 30, 2002)。
 - 10) 1938年制定のマロニー法に合致した証券自主規制機関について, 証券取引所法6条および15A条は, 適切衡平原則 (just and equitable principles of trade) の推進のためその登録審査を行うとする。
 - 11) 主要な文献を例にとると, Loss, *supra* note 8 は第九章 詐欺を主体別に編成しており, そのうちブローカー・ディーラーについての節が①過剰手数料, ②受託者責任, ③調査義務・適合性法理, ④過当売買, ⑤信用取引関連の詐欺, ⑥発行が過度に不確実な証券勧誘, と分類されている (必ずしも網羅的, 整合的でない上に, 規則制定で解決された問題が多い)。また, Poser も第三章「ブローカーディーラーの連邦法上の詐欺」を①一般, ②過当取引, ③適合性法理, ④無承諾取引, ⑤市場操縦, と分類している。最近出された Steven Lofchie, *Lofchie's Guide to Broker-Dealer Regulation* (2005) [hereinafter Lofchie] は, 「顧客との関係」と題する章の「勧誘した場合の責任」を①適合性に関する自主規制, ②連邦規則10b-5の詐欺, ③州法の受託者責任, と分類している。本稿も Lofchie と同様に, 連邦法規や州法とは別個の業者責任に関する規制と認識している。
 - 12) とはいえ, 1990年代の動きに比べると, 資料が分散したということもあろうが, さほど大きな活動はなかったようである。Weiss, *infra* note 128 at 98によると, SECが1963年に報告書を出し, その中で自主規制における更なる適合性強化を促し (実務は当時, 中小企業の金融市場利用を阻害するとして消極的であった。本文中の1990年規則2310改正は投資大衆化を背景としたSECの30年来の主張実現とも見られよう), また1997年には本文中のIM-2310-3の導入に関連して北米証券監督機関協会 NASAA に報告書を作成し, NASD 規則中に顧客に対して勧誘前に質問する等の義務を負うことの明記を求めた。
 - 13) 当時, 「適合性」の問題が他の詐欺に関する法理とりわけ「看板理論 (shingle theory)」に関連して論じられることが目立ったが, 近時はそのようなことはないようである。
 - 14) Lofchie, *supra* note 11 at 115-116にあるように, NASD 適合性ルール自体は機関投資家か個人投資家かを適合性に関して区別しておらず, また2005年時点で機関投資家がNASD 適合性ルールに関して仲裁を申立てた事例はないため, 解釈は定かでないという。
 - 15) インターネットが導入されたのとはほぼ同時期であるからとはいえ, かつてはNASDの活動は極めてわかり難い (論文や新聞記事や広報は限られ, CCHのNASD規則バインダーという限られた関係者が持つ情報が実質的に唯一の情報源であった)。今日ではウェブサイトで情報を得られるが, 筆者が2000年に米国ブローカー責任について執筆した時点では現在のように充実した情報提供はなかった。
 - 16) 青木浩子「投資助言と勧誘の関係—投資顧問に該当しないブローカー要件を定める2005年連邦規則」千葉大学法学論集21巻1号114頁[2006]。
 - 17) 川地・前注1の文献。
 - 18) 直接投資 (所定の不動産投資プログラムなどの非課税 (flow-through tax consequence) のプログラム。正確な定義はNASD Manual 2810 (a)(4))・保険変額商品・投資信託・指数および外貨ワラント・オプション・証券先物・Nasdaq 指数オプション・トレーディング対象指定とされたNasdaq 指数オプション。
 - 19) ペニーストック取引の場合に関連連邦規則の適用と適合性に関する顧客との合意とを確認せよという短いものであり, 同取引に係る実質的な注意内容等を定めるものではない。〈http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&element_id=1159000501〉。
 - 20) 処分対象となり得る各種の取引の類型たとえばチャージングなどを列挙するものであるが, 適合性に関連すると思われるものは (b) の (1) ペニーストック (特に高圧的な電話による) 勧誘 (所定の顧客情報を取得することが求められる), (5) 顧客能力以上の取引勧誘, および (e) 派生商品および各種新種商品の勧誘の場合 (顧客情報の取得に努めるべき。先物については規則

- 2865, 指数ワラントについては規則2840, また, ハイブリッド商品および所定のエクイティリンク債については該当する規則の参照が求められる)である。(http://nasd.complinet.com/nasd/display/display_display.html?rbrid=1189&element_id=1159000502).
- 21) (http://nasd.complinet.com/nasd/display/display_display.html?rbrid=1189&element_id=1159000503).
- 22) Lofchie, supra note 11 at 113は具体的に列挙している。この相当が本稿の本文, 表ないし注に言及されている。規則2860 (16) (19), IM-2860-2, 規則 2315, NTM02-66, 規則2810, 規則2865 (b) (19), IM-2310-3, 規則2720 (k), NTM04-30, NTM 03-71, NTM 03-07, NTM00-44, NTM96-60, NTM96-32, NTM94-16, NTM93-73。
- 23) (http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbrid=1189&element_id=1159000466).
- 24) 政府証券に対する監督権限も1993年改正で認められた (Government Securities Act Amendments of 1993, Pub. L. No. 103-202, 107 Stat. 2344) ため, 今日では連邦証券法の「証券」すべてを対象としている。本文中の1996年規則追加 (IM-2310-3) は, この政府証券の主要な投資家である機関投資家についてNASD 適合性規則が及ぶかを明らかにするために行われた。SEC Release No. 34-37588 (Aug. 20, 1996).
- 25) 文言上はそう読めるが, いくつかの初期のSECの審決事例では, ボイラープレートと呼ばれる圧力販売をハイリスク商品について行う場合には不適合な顧客の存在が予測され, 顧客に関する情報の不知をもって本条の適用を免れるものではない, という解釈を示していた。Poser, supra note 8 at 3-80.
- 26) 経緯につき (http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbrid=1189&element_id=1159004191).
- 27) もっとも, これは免責が予め可能かどうかという問題であり, 実際に対機関投資家取引で業者が責任を認められるのは, 投資判断能力が明らかに劣る地方公共団体に性質上, 不要不適切な派生商品を購入させた場合など極端な場合に限られるようである。たとえば企業や金融機関, 投資に熟練した個人が自主的に行った取引について責任が問われることはまずない。表1の通知94-62に示される債券委員会 (Fixed income committee) による提案は明らかに甘えずであり, 当然ながら実現されなかった。また本稿のIIIで扱う訴訟における民事請求においても, 機関投資家からの請求は認められ難い傾向にある。
- 28) Poser, supra note 8 at 3-79, fn.423はErdos v. Securities and Exch. Commn., 742 F. 2d 507 (9th Cir. 1984) (SEC命令を原告証券会社が争って提訴した事件で, 保有証券11.5万ドル (結果的に9万ドルに下落) のほか限られた資産しか持たない75歳の退職後の寡婦に100万ドル, 130回の取引を行わせ (口座支配の実質ありとされた), 2.5万ドルの手数料を徴収した。原告主張すなわち顧客が資産および年齢を隠した点については, その場合にも証券会社は注意を払い, 過度にハイリスクな商品を勧誘しない義務を負うとされた。本件ではまた,
- 適合性判断にあたっては, 原告の主観 (scienter) を問わないとする) などを引いている。
- 29) 投資家の意思決定の自由 (財産に関する憲法上の権利) を奪うとか, あるいは顧客のプライバシーを害するといった主張が考えられる (Erdos v. SEC, 742 F.2d 507, 509 (9th Cir. 1984) (この裁判所は認めていない))。
- 30) これは実際にはあまりないと思われる。飛び込み営業による一見の客にそれほど複雑でハイリスクな商品を売れるとも思えないから, この点では問題とはならず, 逆に顧客歴が長い場合には, 顧客の資産状況その他の情報は自ずと推察がつくはずだからである。確かに, 贅沢な生活を送っているが大きな借金を抱えており, 純資産は予想外に小さかったという例などもあるが, そうした場合, 米国でいう「合理的理由」が損なわれていないという形で証券会社側を救済し得よう。また, 法人顧客であれば財務諸表を見られる場合が多いであろう。
- 31) もっとも, 米国では一般に「合理的水準の適合性分析」「顧客別適合性判断」を商品と顧客という適合性を構成する二つの要素に関する観念であるとする説明が一般的なようである (商品についても社内管理等まで至らない, 当該商品に関する一般的な知識をいうとする)。See Lofchie, supra note 11 at 114. しかし, わが国では本文中に述べたように「合理的水準の適合性分析」の重点が勧誘コンプライアンスに関する内部統制に置かれていてと説明する方が実質が伝わり易いであろう。
- 32) 上場・登録証券に比べて流動性の劣る店頭エクイティ商品については, 業者が発行者の財務および事業情報を検査 (review) しなければ, 顧客に勧誘してはならない。また, 新金融商品 (デリバティブ組込み商品など) についてはIM-2310-2の「公正な取引」に従い, 顧客に説明する義務を明示的に課されている。
- 33) 説明不能場合がないとすれば, 説明を尽くせば不適合な証券の勧誘はないとも考えられるからである。これに対しては①現実としては投資リスクを説明できない場合もある (そのために不招請勧誘禁止という制度もある), とか, ②適合性の内容に顧客資産やリスク耐性に対する判断をも求めると考えるのであれば, たとえ投資内容に誤解がなくとも, 顧客の状況とくに資産と収入に照らして過当なリスク負担となる勧誘はやはり適合性違反となる, といった反論が可能であろう。
- 34) 前注31)にも述べたように「合理的水準の適合性分析」とわが国の説明義務とでは, 前者は業者の, 後者は一般的な投資家を標準としており, 目的も前者はそのような分析を通じた社内の体制の確保を目的とする一方, 後者は業者の責任内容の一部を示すという違いがある。
- 35) 具体的な説明方法に関する一般原則 (わが国金融法の重要事実開示に関する規定など) に近いものとしては, NASD規則2200系の「顧客および公衆との伝達 (Communications with Customers and the Public)」があるが, これらの規定 (規則2210 (d) 「内容の基準」など) は虚偽情報の提供禁止や不正広告の防止や説明方法 (電話利用の態様や利益相反開示など) について定めるに過ぎず (わが国公債規七「広告等及び景品類の提供に関する規則」に類似), 商品内容に関する必要説明事項

の定めはSECやNASDによる各則や会員通知に委ねられる（たとえば、ヘッジファンドについて顧客に説明すべき事項は、SECとNASDとが別個に規則を定める予定である。以下の「表1 適合性に関するNASD会員通知」の03-07を参照。そのほか、組合持分につき通知84-53やベネーストックに係るSEC規則など）。

もっとも、説明方法に関する一般原則の必要性という意識はあるようである。たとえば、最近問題となっている変額据置年金に関するNASDやSECの提案でも同商品に要求される説明事項が列挙されているが（表1の通知04-45を参照）、NASDはそれ以外のアプローチ（説明事項を更に一般化する）のほうが望ましいかを照会している（Proposed Rule Governing the Purchase, Sale, or Exchange of Deferred Variable Annuities 6 (2004) 〈http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_003009.pdf〉（個々の商品の手数料や税制、市場リスクについて開示させる方式（提案はこちらを取る）と、変額据置年金全体にわたり開示事項を定める方式とのいずれがよいかについて照会））。

- 36) Mundheim, *infra* note 110 at 466-467のように制裁を伴うNASD規則について「適合性法理に基づく」とする例がないではない。
- 37) 最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁（オプション売立て）、最判平成10年6月25日LEX/DB28032533（投資信託）。
- 38) 別所に指摘したことであるが、適合性違反を理由とする日本証券業協会の制裁例は極めて限られている。青木浩子「金融商品販売法・投資サービス法と説明義務・適合性違反」証券レビュー45巻9号45頁，82頁（2005）。
- 39) 〈http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_003009.pdf〉。
- 40) Proposed Rule Regarding Confirmation Requirements and Points of Sale Disclosure Requirements for Transactions in Certain Mutual Funds and Other Securities, Rel. Nos.33-8358, 34-49148, 69 Fed. Reg. 6438 (2004) のSECによる変額据置年金についての説明規定提案との関係も考慮する必要がある
- 41) 〈http://nasd.complinet.com/file_store/pdf/rule_books/nasd_0371.pdf〉。
- 42) 「デュエディリジェンス」につき引受のそれとは違うことが明言されている。Id. fn.3.
- 43) ヘッジファンドに関する通知03-07でも、合理的水準の適合性分析の必要性が確認されている。この「合理的水準の適合性分析」は、③の顧客別に行うものと違い、当該商品に適合する投資家もある程度は存在することを確認する内容のものである。それゆえ、「合理的水準の適合性分析」には、業者が商品を理解（性質・リスクリターン情報）していることが不可欠である。②および③の適合性分析の義務は、機関投資家にもみ向けて勧誘する場合にも免除されない。適合性分析にあたり、業者が知るべきこと（以下に限らない）の例として、①流動性、②流通市場の存否およびあれば価格形成の透明性、③発行者の信用度、④担保価値および信用度、⑤（あれば）取引相手方の信用度、⑥元本・利回りのないし利率に

関するリスクおよびリスク要因、⑦課税、⑧商品売買に伴う費用、が挙げられている。判断にあたっては、商品の目論見書ないし開示書類の記載に依拠することが認められる。ただし、リスク評価や外務員教育に必要な情報がこれらの書類に十分に記載されていない場合には、これらの書類のみを参照したことをもって適合性分析が十分とされないこともある（その場合、更に情報を取得するか、さもなければ、商品が公に販売するには適合的でないかと判断するかとなる）。会員証券会社は、適合性分析を行う外務員が教育を受け、商品のリスクリターンおよび内容を評価する力を持つことを確保する。

- 44) 会員会社および外務員は、勧誘前に当該顧客に商品が適合的であるかにつき、合理的な確信を得なければならない。ある商品がある顧客に適合的であるかの判断についてNASD Conduct Rule 2310(b)を適用する。なお、顧客の財務状況（financial status）に過度に依存することの問題をNASDは警告している。NASDによれば、顧客の保有資産（net worth）という点は、適合性判断に必ずしも決定的ではない。NCIについては業者が適合性に関する義務の免責を求める場合もあるが、免責要件の充足が困難であることを適合性義務の緩和要因としてはならない。特殊なリスクを伴うNCIは理解能力と財務能力とを兼ね備えたごく一部の投資家にもみ適合的ということもあろう。
- 45) NCIの勧誘文書および口頭での説明は、リスクとリターンについて公正かつ調和のとれたものであることを要する。たとえばABSや不良債権、デリバティブ契約その他のNCIについて、公正かつ正確でなければ、これらが市場下落ヘッジや元本保護に役立つとして売りつけてはならない。NCIのメリットを宣伝する場合には、リスクと制限に関するディスクロージャーを調和のとれた形で含まねばならない。会員会社は、該当する場合、発行者ないしスポンサーが提供する目論見書その他の開示書類を顧客に提供しなければならないが、これらの交付のみをもって、勧誘文書や売付けの公正・調和の欠如が治癒されるわけではないことについてNASD Letter of Acceptance, Waiver and Consent, Altgris Invs., Inc., and Robert Amedeo, No. CAF030015 (Apr. 15, 2003)。
- 46) NASDおよびSECの規則がNCI販売にあたって遵守されるよう、合理的に設計され文書化された内部統制の確立が要求される。監督手続および従業員コンプライアンス担当者用の手続を文書化し、①商品勧誘（offer for sale）の前にデュエディリジェンス調査および合理的水準の適合性分析を行う、②顧客別適合性分析を外務員が適切に行う、③勧誘文書が適切で調和がとれている、④NASDおよびSEC規則が遵守されている、が求められ、また実際の段取りも文書化の上で、それと照合することが求められる。
- 47) 会員は、商品の性質・リスクリターンについて当該商品販売前に登録外務員を教育（training）しなければならない。また、顧客別適合性判断に必要な要因についても同様である。教育は販売担当者のみならず、監督者に対しても行われねばならない。NCI販売の場合には①投資家とくにリテール投資家は、性質の特殊性から、製

品特性やリスクをよく理解できない、②通常の株式社債の代替物と考えている場合があるので、リスクリターンについて十分にバランスの取れた説明を要する、の理由から、外務員教育の程度を強化する必要がある。教育は、教育用パンフレット・講演・説明メモ・ウェブ上のセミナー等の方法で行うことができるが、いずれにしても商品種類、会員会社の規模や顧客基盤といった要素を踏まえて具体的方法を定める。NASDは、NCI取扱い業者においては、以上を継続教育プログラムの一角とすることを推奨している。

- 48) <http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_003358.pdf>.
- 49) <http://nasd.complinet.com/file_store/pdf/rulebooks/nasd_0123.pdf>.
- 50) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159005200&highlight=suitability>.
- 51) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159005363&highlight=suitability>.
- 52) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002452&highlight=suitability>.
- 53) <http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_004933.pdf>.
- 54) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002429&highlight=suitability>.
- 55) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002285&highlight=suitability>.
- 56) <http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_004999.pdf>.
- 57) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003752&highlight=suitability>.
- 58) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003752&highlight=suitability>.
- 59) <http://nasd.complinet.com/file_store/pdf/rulebooks/90-65form.pdf>.
- 60) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159004386&highlight=suitability>.
- 61) 年収については2万ドル未満・それ以上から3.5万ドル未満、それ以上から5万ドル未満・それ以上から10万ドル未満・それ以上から20万ドル未満・それ以上、資産(住居除く)については5万ドル未満・それ以上から10万ドル未満・それ以上から50万ドル未満・それ以上から100万ドル未満・それ以上、流動性資産については、1万ドル未満・それ以上から2.5万ドル未満・それ以上から5万ドル未満・それ以上から10万ドル未満・それ以上、に区分けされている。
- 62) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159005022&highlight=suitability>.
- 63) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159004805&highlight=suitability>.
- 64) あるいは対面取引を想定しているのであろうか。オンライン取引の場合、取引類型をリスクに応じて区分し、口座開設時に提供される顧客情報に応じて取引可能な区分が決められる。オプション口座保有者に対する業者の義務について青木浩子「米国オンライン業者のオプション販売に関連した秩序の形成」千葉大学法学論集21巻2号178頁 [2006]。
- 65) <http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_017131.pdf>.
- 66) <http://nasd.complinet.com/file_store/pdf/rulebooks/nasd_0559ntm.pdf>.
- 67) 確定引受に関する規則434(h)では仕組み証券(structured securities)を「指数に依存するか、証券・先物・オプションを組み込んだキャッシュフローを持つ証券で、投資家収益ないし発行者負債が原資産(資産・指数・金利・キャッシュフロー) 価値変動に連動あるいは強く関連するもの」と定義する。各取引所も独自の定義を置いており、たとえばパシフィック取引所はRule 434(h)を引いた上で、株式・指数リンク債、特定時期に株式債券を購入する契約を一般的に含むタームノートや投資ユニットを具体例として挙げる(Sec. Ex. Act. Rel. No. 51094, 70 FR 6489 (Feb. 7, 2005)), ニューヨーク取引所「他の証券の価値に依拠した証券」(Sec. Ex. Act. Rel. No. 42746, 65 FR 30171 n.7 (May 10, 2000))。
- 68) 根拠がなければ「確実 (conservative)」とか「予想収益 (predictable current income)」といった言葉を使わない。またリスクつまり変動要因が不利な場合の利子元本ベースでの損失蓋然性を想定元本 (promotional principal) と対比することが求められ、虚偽漏漏が禁止される。
- 69) 近時の処分事例がその前提に立っている。Fn.3に示された Department of Employment v. Hornblower & Weeks, 2004 NASD Discip. LEXIS 27; DOE v. Ryan Mark Reynolds, 2001 NASD Discip. LEXIS 17; DOE v. Pacific On-Line Trading & Securities, 2-2 NASD Discip. LEXIS 19 さらに、仕組み商品の目論見書上の説明が不足であることを理由に虚偽表示に関する連邦規則(取引法12(a)(2), 17(a), 取引所法規則10(b)(5))の違反として行政審判の対象となる可能性がある。
- 70) オプション取引審査が前提となっている。NASD規則2860の解説参照。
- 71) <http://www.nasd.com/web/groups/rules_regs/documents/notice_to_members/nasdw_014821.pdf>.
参考、田中周二・湯前祥二「変額年金と株価指数連動年金—保険の投資商品化の意味を探る」ニッセイ基礎研レポート101号18頁 <<http://www.nli-research.co.jp/doc/eco0508b.pdf>>.
- 72) 裁判例は、連邦法の適用の有無に関し、EIAが連邦法上の証券にあたるか否かの点を争う主張を斥けた例が

- あるに留まるようである。Malone v. Addison Insurance Marketing, 225 F. Supp. 2d 743 (W.D. Ky. 2002).
- 73) <http://nasd.complinet.com/file_store/pdf/rulebooks/nasd_0526.pdf>.
- 74) <http://nasd.complinet.com/file_store/pdf/rulebooks/nasd_0518.pdf>.
- 75) 行為規制の規則8310 (NASD Manual Procedural Rules 8310 Sanctions for Violations of the Rules)
- (a) 制裁の執行 規則9000系の手続に従い、NASDは会員またはその構成員に対し、連邦証券取引法・その規則・地方債規則制定委員会規則・NASD規則の違反の場合、または、NASD規則に基づく決定・指示・命令の無視ないし遵守拒絶の場合に、以下の一ないし複数の制裁を下し得る。
- (1) 会員またはその構成員の譴責、(2) 会員またはその構成員への罰金、(3) 特定行為履行の間ないし一定の期間の間の会員の会員権またはその構成員の登録の停止、(4) 会員の会員権またはその構成員の登録の剥奪・撤回、(5) 会員またはその構成員に対する、他の会員との提携の停止ないし禁止、(6) 会員またはその構成員に対する仮のまたは満足のな処分、(7) その他の適切な制裁の賦課。
- (b) 制裁の受諾 規則9000系の手続に従った書面での救済申し立て (appeal, review or relief) のない限り、制裁による手続に服する関係者は制裁の賦課を受諾したものと看做す。
- 76) 日証協定款25条1項3号は「法令、行政処分、定款その他の規則、総会もしくは理事会の決議ないし処分違反の場合、弁明の機会を与えた上、理事会の決議により処分を行うことができる」とし、同2項は「譴責、過怠金(3項から、原則として1億円以下だが、重大な3号違反で証券界の信用を著しく失墜させたと認められる場合、5億円を上限とすることもできる)の賦課、会員権の停止もしくは制限(4項から、6ヶ月以内)または除名」できるとする。NASDの例に比べて、内部統制等の組織的問題に対しは正命令を下すことが予想されていないこと、また、被害者顧客の救済が図れないこと、が相違として大きい。NASDは規則8310(a)(7)の一般条項を最大限に活用しているのであろう。なお、日証協の「会員営業責任者会員内部管理責任者必携」は「適合性原則に基づく投資勧誘」を基本として、主要類型(投信・債券・外国証券等)について大まかな指針を示すに留まり、社内規則や内部統制文書化は全面的に業者に委ねられているようである。このほか証券会社検査マニュアル 第2 チェックリスト等 I法令等遵守(2)取引の公正確保に係る法令諸規則の遵守に関する検査用マニュアルが処分のきっかけとなり得る(検査局による処分のほうが日証協処分よりも内容についての自由度が高いであろう)。
- 77) Erdos v. Securities and Exch. Commn., 742 F. 2d 507, 508 (9th Cir. 1984) (NASD処分のSEC承認を業者が争った事例)。
- 78) In re F.J. Kaufman and Co. of Va., 50 S.E.C. 164 (1989) (取引手法を勧誘したが、手数料を勘案すると、同様の他の手法すべてに劣っている場合)。
- 79) <http://www.nasd.com/web/idcplg?IdcService=SS_GET_PAGE&ssDocName=NASDW_011051>.
- 80) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159005674&highlight=suitability>.
- 81) 本件契約者に対する無料賠償見積もりサービスの例 <https://www.lawyersandsettlements.com/case/variable_annuities?ref=variable_annuities_oversure>.
- 82) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159005158&highlight=suitability>.
- 83) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159005158&highlight=suitability>.
- 84) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003682&highlight=suitability>.
- 85) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001381&highlight=suitability>.
- 86) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001365&highlight=suitability>.
- 87) <Betting the Ranch: Risking Your Home to Buy Securities (March 15, 2004)> <http://www.nasd.com/web/idcplg?IdcService=SS_GET_PAGE&ssDocName=NASDW_005961>.
- 88) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001602&highlight=suitability>.
- 89) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001341&highlight=suitability>.
- 90) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002525&highlight=suitability>.
- 91) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002834&highlight=suitability+actions>.
- 92) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002875&highlight=suitability>.
- 93) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001668&highlight=suitability>.
- 94) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002910&highlight=suitability>.
- 95) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003113&highlight=suitability>, <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003113&highlight=suitability>.

- 96) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003113&highlight=suitability>, <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003113&highlight=suitability>.
- 97) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001803&highlight=suitability>.
- 98) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003164&highlight=suitability>.
- 99) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003277&highlight=suitability+actions>.
- 100) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159001982&highlight=suitability>.
- 101) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159003451&highlight=suitability>.
- 102) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159002141&highlight=suitability>.
- 103) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159004958&highlight=suitability>.
- 104) <http://nasd.complinet.com/nasd/display/display.html?rbid=1189&record_id=1159004822&highlight=suitability>.
- 105) 本文中の事例選択 Poser, supra note 8 ¶2.06 [A] に記載されたものをそのまま用いた。
- 106) 95 S. Ct. 2080, 2088 (1975).
- 107) 599 F. Supp. 1563, 1569 (E.D.N.Y. 1985) (Colman v. DH Blair & Co., 521 F. Supp. 646 (S.D.N.Y. 1981) 等を踏まえ整理)。
- 108) See, Meyers v. NASD, 1996 U.S. Dist. LEXIS 6044 at 14 (E.D.Mich. Mar. 29, 1996).
- 109) Ibid.
- 110) Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine, 3 Duke L. J. 445 (1965) [hereinafter Mundheim].
- 111) Mundheim, supra note 110 at 463.
- 112) Id. at 465, 467.
- 113) Id. at 463, 465. この時期、連邦上の詐欺の訴で「ブローカーが黙示の投資保証をしている」という看板法理を用いて原告救済を図った例があり、不適合証券勧誘による責任が問題とされる可能性が明らかであった。Id. at 465.
- 114) Id. at 467の記述によると当時はNASDの制裁権に諸条件(罰金上限や被害者に対する回復命令不可など)があったため、裁判所に準じた救済をなし得ないと考えられていたようである。逆にメリットとして過失相殺を考慮できることが挙げられている点が興味深い(裁判所の連邦法や州法に基づく請求の中には確かに過失相殺とは馴染まない(原状回復を求める)帰結となるものが多
- い)。
- 115) Id. at 467. ただ裁判上、間接的ながらNASD規則違反が民事訴訟で斟酌されることはMundheimは予想していなかったようである(論文文中に関連する記述を見出し得なかった)。
- 116) 仮に完全に排除しようとするれば連邦法ではなくローロー特則に関する各州立法を要すであろうから難しく、あくまでNASD処分の実を挙げ裁判所の自制に訴えるしかないと思われる。
- 117) Mundheim, supra note 110 at 466-467, 469 (NASD規則が民事請求を基礎づけるべきではないことを明言する)。
- 118) Colonial realty Corp. v. Bache & Co., 358 F.2d 178 (2 d Cir. 1966). See also Mundheim, supra note 110 n. 61.
- 119) とはいえ、その場合、連邦詐欺規定の援用も可能であろうから実益は疑わしい。実例として、事案(投資家の資産、取引量、流動性、取引が投資家(大学)の権限外であること)に照らして詐欺が認められ得る(この事案では認めなかった)とする Utah State University v. Bear Stearns & Co., 549 F. 2d 164 (10th Cir. 1977); 「自主規制が投資家保護目的かどうかのみに着目すべき」という例外的な解釈を示す Buttrey v. Merrill Lynch, 410 F. 2d 135 (7th Cir. 1969); Cook v. Goldman, Sachs & Co., 726 F. Supp. 151, 156 (S.D. Tex. 1989).
- 120) Buttrey v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 410 F.2d 135 (7th Cir. 1969).
- 121) Cash v. Frederick & Co. [1973 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶93,967, ¶93,868 (E.D. Wis. 1972), Kirkland v. E.F. Hutton & Co. [1983-1984 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶99,470 (E.D. Wis. 1983) (いずれも未見) (取引所法6(b)および15A(b)(6)および自主規則(NASD公正慣習規則やNYSE Rule 405)の違反は訴因とはならないが証券詐欺の訴の証拠としての価値が認められる) 私的訴権の基礎とならないとする裁判所でも、業者が合理的に行為し、業界慣習に従ったか (Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F.2d 318, 333 (5th Cir.) reh'g denied, 642 F.2d 1210 (5th Cir. 1981)), 詐欺があったか (Hoxworth v. Blinder, Robinson & Co., Inc., 903 F.2d 186, 200 (3^d Cir. 1990)) を判断する際に斟酌することは可能とする。また州法の信託義務違反や過失の判断でも斟酌される。Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Cheng, 697 F. Supp. 1224, 1227 (D.D.C. 1988); Rupert v. Clayton Brokerage Co., 737 P.2d 1106, 1111-1112 (Colo. 1987).
- 122) Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981).
- 123) Weiss, infra note 128 at 96はこの時期のSEC審決(その内容を当事者が争う場合、裁判に移行する)が本文中の看板取引や信頼理論を発展させる形で適合性要件について見解を示したという。また、詐欺防止条項で不適合な証券を勧誘する場合の責任を問う根拠として、①勧誘が合理的根拠を要し、また根拠の開示を要する義務が、業者顧客の契約に含まれている、②必要情報開示の

- 不足、のいずれかによるのがSECの見解という。
- 124) Rule 2360, SEC Rel. No. 32-42452 (2000).
- 125) Poser, *supra* note 8 ¶ 2.05は信認義務以外の州法上の責任追及の可能性として、(A) 詐欺 (fraud), (B) 看做し詐欺 (constructive fraud. 主観要件が不要ないし軽微など信認義務と共通する点が多いが、不法行為をベースとするため契約違反をベースとする信認義務と若干の相違がある。Poser 2.05 [B]. 看做し詐欺に基づき対機関投資家勧誘に関する適合性を争う *State v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 459 S.E.2d 906 (W.Va. 1995)), (C) 過失 (negligence. In the Matter of Bartholomew, 1996 WL 218635 (S.E.C. Apr. 30, 1996)(未見), *Baker v. Wheat First Sec.*, 643 F. Supp. 1420, 1430-31 (S.D.W.Va. 1986) (注意義務違反の問題と考えるようである)), (D) 契約違反 (breach of contracts), (E) 横領 (conversion), (F) 過失による虚偽、を挙げる。(E) はともかくその他は不適合な投資の勧誘に関する責任の根拠として不適切ということはなさそうである。実際の訴訟は、州法の信認義務か連邦法上の詐欺かのいずれかの構成による場合に偏しているようだが、たとえば州法の過失や契約違反に基づいて不適合な内容の勧誘を争うことも可能であろう (引用した事例はいずれも適合性を問題とする事案)。
- 126) Poser, *supra* note 8 ¶ 2.05 [A] ある訴権に利用が集中する理由として①時効 (信認義務の場合、主張が制限されるようである。Id. [B]), ②立証責任の違い、③抗弁の違い、が挙げられている (そのほか懲罰的賠償制度の有無などが考慮されよう)。
- 127) *O'Connor v. R.F. Lafferty & Co.*, 965 F.2d 893, 897 (10th Cir. 1992) (10b-5 訴訟での「不適格 (unsuitability)」とは、重要事実の虚偽遺漏の問題とし、一任勘定取引における不適合な投資を問題とする場合、①投資目的に照らして不適格である、②投資家の利益に対し詐欺的ないし重過失がある (reckless), ③勘定に対して支配がある、の立証を要する。一任勘定の事例であるので州法上の信認義務違反の事例とすることができたと思われる)。
- 128) Cheryl Goss Weiss, *A Review of the Historic Foundations of Broker-Dealer Liability for Breach of Fiduciary Duty*, 23 Iowa J. Corp. L. 65, 68 (1997) [hereinafter Weiss].
- 129) Louis Loss, *The SEC and the Broker-Dealer*, 1 Vand. L. Rev. 516, 518 (1948) が看板理論を提唱したとされる。看板理論は、①本人の地位にある者に受託者責任を認め難い、②信頼の要素が必要である、といったコモナー上の信認義務の制約は免れているが、業者との契約の存在および地位の不均衡という要素は引き続き裁判上要求される傾向がある。Weiss, *supra* note 128 at 88.
- 130) *Arleen W. Hughes v. SEC*, 174 F. 2d 969 (D.C. Cir. 1949).
- 131) 害意ないし重過失がなければブローカーは勧誘結果が悪くても責任を負わない (主観要件に関する *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976)). ブローカー勧誘の事例として *McDonald v. Alan Bush Brokerage Co.*, 863 F.2d 809 (11th Cir. 1989) (勧誘が不適切ないし非合理的 (inappropriate or unreasonable) であることは悪意を基礎付けない)。ただし *SEC v. Hasho*, 784 F. Supp. 1059 (S.D.N.Y. 1992) は、合理的根拠のない勧誘を行った業者の責任を認めている (要するに主観要件に代わる客観基準が取られた。もっともボイラーームの事例)。See Lofchie, *supra* note 11 at 118.
- 132) 田中英夫「英米法辞典」[1991] (連邦裁判所の裁判権 (federal jurisdiction) に関する説明)。
- 133) この法理が適用される前提として「受託者地位 (fiduciary status)」の認定が必要となるが、明確な基準はなく、実際の事件 (たとえば *Arleen* 判決では投資裁量権のある投資顧問という点が重要である。通常のプローカー業務に従事する限りでは責任は負わないと元となる審決でSECが述べている) に照らして決まるようである。Loss自身は本件はむしろ適合性法理の適用により救済すべきと述べていたようだが (See Weiss, *supra* note 128 at 95), 本文中に述べるように、適合性法理は裁判上は発達しなかった。
- 134) また、事案自体も単なる不適合勧誘以外のより深刻な詐欺行為が競合する場合が多く、そちらで解決してしまう場合が目立つ。*Mundheim* は「適合性原則違反は傍論的に判示されることが多く、ルールとして抽出することが難しい」という。*Mundheim*, *supra* note 110 at 454.
- 135) Lofchie, *supra* note 11 at 119. 同旨、*Independent Order of Foresters v. Donald, Lufkin & Jenrette, Inc.*, 157 F. 3d 933 (2d Cir. 1998) (一般論としてブローカー顧客関係には信認関係はなく、一任勘定でない場合のプローカーの義務はごく限られる), *Lefkowitz v. Smith Barney, Harris Upham & Co., Inc.*, 804 F.2d 154 (1st Cir. 1980) (マサチューセッツ法下では通常の顧客ブローカー関係は信認関係とならない), *Leboce v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 709 F.2d 605 (9th Cir. 1983) (同旨, カリフォルニア法)。
- 136) Poser, *supra* note 8 § 2.01 (introduction). Weiss, *supra* note 128 at 96も自主規則上の責任が民事請求の原因となり得ると整理している。Poser, *supra* note 8 ¶ 2.02 [A] fn.103に引用の下級審判決 (*Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 906 F.2d 1206, 1215-16 (8th Cir. 1990); *United States v. Dial*, 757 F. 2d 163, 168 (7th Cir. 1985) 等) がそのような立場を取る。なお、*Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 461 F. Supp. 951 (E.D. Mich. 1978), *aff'd*, 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981) は、一任勘定でない場合には受託者には該当しないが、信認義務的性格の個別の義務を負うとする。
- 137) Weiss, *supra* note 128 at 67.
- 138) Poser, *supra* note 8 ¶ 2.02 [A].
- 139) Same, Weiss, *supra* note 128 at 119. 10b-5に関する判例 *Brown v. The E.F. Hutton Group, Inc.*, 991 F. 2d 1029, 1031 (2d Cir. 1993); *Clark v. John Lamula Investors, Inc.*, 583 F.2d 594 (2d Cir. 1977) に従った要件 (①害意 (詐欺・隠蔽・詐取、または明白な重過失)、②勧誘に際しての重要事実の遺漏 (開示義務を負

- う場合)または虚偽, ③投資家の詐欺行為への信頼による損害または業者の投資家口座の支配)である。Lofchie, supra note 11 at 118. リテール顧客でも一任勘定といった事情のない限り, 正当な信頼があると見ない。Lofchie, supra note 11 at 119.
- 140) Lofchie, supra note 11 at 119. Poser, supra note 8 ¶2.01 [B] は, 顧客に助言する, あるいはそのために行為することを約しただけで常に受託者に該るとする裁判例 (Flickinger v. Harold C. Brown & Co., 947 F. 2d 595, 599 (8th Cir. 1985); McAdam v. Dean Witter Reynolds, Inc., 896 F.2d 750 (3^d Cir. 1990)). ただし, 義務の範囲と性質とは状況に応じて決定される)を挙げる一方, ①一任勘定 (Greenwood v. Dittmer, 776 F.2d 785 (8th Cir. 1985)), ②口座支配 (Caravan Mobile Home Sales v. Lehman Bros. Kuhn Loeb, Inc., 769 F.2d 561, 567 (9th Cir. 1985)), ③投資家の自衛能力欠如 (Connor v. First of Michigan Corp., [1990 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶95,350 (W.D. Mich. May 31, 1990)), ④顧客の信頼 (DeRance, Inc. v. PaineWebber, Inc., 872 F.2d 1312, n.7)等の要件がある場合に初めて受託者と認める裁判例があるとする。③④は一種の救済判決のようであり, 先例性は限られよう。
- 141) ここで斟酌される事情とその効果を分類することは本稿ではなし得ないが, Poser, supra note 8 ¶2.02 [B] - [J] は, 一任勘定のほか①口座支配, ②投資助言の提供 (投資顧問法上の投資顧問が信託義務を負うことに異ならないことを除き明確な基準はない), ③顧客の自衛能力 (信託義務の認定に全く関係がないわけではないが, 「機関投資家だから信託義務は認められない」という関係にはない (投資家能力が損害の発生に影響しない場合に機関投資家に信託義務に基づく責任を認めた例, Union Bank of Switzerland v. HS Equities, Inc., 457 F. Supp. 515 (S.D.N.Y. 1978), Everest Securities v. Securities and Exch. Commn., 116 F.3d 1235 (8th Cir. 1997)). 他方, 個人投資家で判断能力に欠け, 業者への信頼が高い場合 (Patsos v. First Albany Corp., 741 N.E. 2d 841, 850-851 (Mass. 2001))には信託義務が認められよう), ④顧客の業者への信頼 (必要条件が十分条件か, また明示の取り決めに要するかといった点で裁判所が分かれている), ⑤証券の性質 (複雑でハイリスクのものは信託義務の認定を促しそうではあるが, 裁判例はない)等, ⑥第三者助言の利用 (その内容により信託義務の成否への影響は異なり一般化できない)等の要因 (このうちかなりはNASD規則における対機関投資家に対する適合性上の義務の範囲に関する要件に共通する)について, 基本的にはその要因が単独で存在する場合についての裁判例を紹介している (単独でも限界的には微妙であり, まして複合事例については分析がないようである)。
- 142) Weiss, supra note 128 at 70.
- 143) Markham v. Jaudon, 41 N.Y. 235 (N.Y., 1869) (Weiss, supra note 128 at 74による). ブローカーとの間でいわば一般信用取引を行ったケースであり, 業者がエージェンシーのみならず, 信託受託者 (エクイティ裁判所での審理を可能とする)や担保権者 (預託証券につき)の地位を兼ねる例である。
- 144) Weiss, supra note 128 at 76.
- 145) Id. at 119.
- 146) Poser, supra note 8 ¶2.04 [A] (29 U.S.C. §1104 (a) (1) (1988)). 受託者定義も法定しており, 判例法によるよりも広い範囲をカバーする。
- 147) Poser, supra note 8 ¶2.02 (introduction) も「受託者要件について裁判所間の不一致が著しい (considerable disagreement). 基準としてC.J.S.の記述などが考えられるが, 指針としての有効性は限られる」とする。
- 148) NASD 処分との関係でなお, これらの問題や投資顧問を利用した場合の考え方について, 仲裁レベルでしか判断されておらず, 公権的な解釈は不明であるとされている。Lofchie, supra note 11 at 116.
- 149) 306 F.3d 1293, 1302, 1307 (2^d Cir. 2003).
- 150) このような事情がいかなるものであるかについてであるが, たとえばThe Proctor & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270, 1288 (S.D. Ohio, 1996)は厳格に, つまり, 金融機関と機関投資家とのオプション取引について, 仮に①業者が専門家と自称し, ②投資家の必要に応じた調整をいかなる取引にも行うと述べ, これに投資家が依拠したとしても受託者義務の認められる関係にはならない, とする。
- 151) 461 F. Supp. 951, 952-53 (E.D. Mich. 1978), aff'd 647 F. 2d 165 (6th Cir. 1981).
- 152) 901 F.2d 1124 (D.C. Cir. 1990).
- 153) 650 F.2d 817, 819-820 (6th Cir. 1981).
- 154) 803 F.2d 454, 461 (9th Cir. 1986).
- 155) 638 F. Supp. 1454, 1466 (D.N.J. 1986).
- 156) NASD Case No. 88-02868 (June 17, 1991)(未見).
- 157) NASD Case No.91-00770 (June 30, 1992)(未見). 本文中の評価および脚注引用判決はPoser, supra note 8 ¶2.03 [E] に倣った。
- 158) E. g., Miley v. Oppenheimer & Co., Inc., 637 F.2d 318, 325 n.6 (5th Cir. 1981).
- 159) Poser, supra note 8 ¶2.01 [A].
- 160) Bで実質判断を経て信託義務が「あり」とされても, 更にその内容や範囲について不確実性が残ることについては既に述べた。また, 仮に「なし」とされても, その時点で終わりではなく (この時点でほぼ確定するのは, 受託者に認められ易い継続的助言義務は恐らく求められないという点に限られ, 民事責任の成否は決着していない), 他の訴権とくに州法上の代理の義務に基づく訴権について審理するのであれば, 似たような内容について審理を繰り返すこととならないか。
- 161) Weiss, supra note 128 at 76.
- 162) See supra note 114.
- 163) William Blair, Liability Risks in Derivative Sales, 1 J. Int'l Bank. L. 18 (1996) [hereinafter Blair].
- 164) Blair, supra note 163 at 20-21.
- 165) Id. at 22.
- 166) William Blair, Derivative Sales Liability: Approach of the English and US Courts, 1 J. Int'l

- Bank. L. 18 (1996). Id. at 22 以降にオーストラリア、カナダ等の他のコモンロー諸国も同様とする。
- 167) Unreported, 1 December 1995 (Comm. Ct) (未見).
- 168) 925 F. Supp. 1270 (SD Ohio, 8 May 1996).
- 169) 裁判所での予見可能性の低さと裁判例の不統一は実務家にも懸念されているところであり、裁判例の明確化を図った論稿も著されている。清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務」金融法務事情1776号7頁, 1777号36頁, 1778号71頁, 1779号80頁 [2006]。
- 170) 前号で若干触れたように、検査監督部門が特に保険について進めているようなガイダンス制定や検査・処分の強化が一般化すれば、あるいは英国型に近い、監督機関による規制監督が実施され、自主規制機関は必要でなくなるかもしれない。しかし、米国 SEC が行為規制の制定執行を自粛しているように、監督機関の介入は金融界の活力を殺ぎ、国際競争に影響する恐れが高い。
- 171) <<http://www.fsa.go.jp/singi/se-kon/index.html>>, <http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/index.html>.
- 172) 自主規制機関の活発化が短期には不可能であるならば、英国のように監督機関みずからが規則の制定および執行を実施し、機を見て段階的に民間に委ねるようにすべきであろう（特に預金から投資へ移行が本格化すれば（まだ本格化していない。）民間が自発的に活動する動機は限られる）。野村資本市場研究所「金融サービス業の現状と展開」財界観測69巻2号4頁 [2006]。

（千葉大学教授）