

金融商品販売法・投資サービス法と説明義務・適合性 原則

青木浩子

若林常務理事 大変お待たせいたしました。ただいまより本日の講演会を開催させていただきます。

本日は、ご案内いたしましたように、千葉大学の青木浩子先生をお招きいたしました。金融商品販売法・投資サービス法と説明義務・適合性原則について」と題して、お話を伺うことといたしております。

青木先生のご略歴につきましては、お手元にお配りしておりますが、昭和六三年三月に東京大学法学部を御卒業になり、平成二年三月には修士課程を修了されておられます。その後、アメリカに留学され、ペンシルバニア大学で博士課程を修了され、平成一〇年二月には東京大学の博士課程を修了された後、平成一〇年

四月から千葉大学で教鞭をとっておられます。

その間、平成一四年九月から一六年九月までは、ドイツのマックスプランク国際私法研究所において客員研究員として研究に従事されております。

平成一六年四月からは大学院専門法務研究科で商法を御担当になり、現在に至っておられます。

その他の活動といたしましては、平成一三年一月には金融審議会金融分科会第二部会委員を務めておられます。

主要著書としては、「新パーゼル合意と資産証券化」「国際証券取引と開示規制」をお書きになっておられますが、「国際証券取引と開示規制」につきましては、

平成一四年一月に大隅健一郎賞を受賞されており
ます。

先生はアメリカに行っておられる間に、平成八年にはニューヨーク州の法曹資格を取得されており、翌年にはアメリカの全国統一公認会計士試験にも合格しておられます。日本にお戻りになってから、証券アナリスト試験にも合格されておりまして、証券関係、金融関係の実務についても非常に熱心に取り組んでおられます。

本日は、最近関係者にとって関心が高まっております投資サービス法の問題につきまして、「説明義務と適合性原則」を中心にお話を伺うことになっておりますが、この問題についてどのように議論されており、また、今後どのように展開していくのかということについて興味深いお話を聞かせていただけるのではないかと期待いたしております。

それでは、青木先生、よろしくお願いいたします。

(青木注、この講演録は、実際の講演(二〇〇五年六月三〇日に行われたもの)に大幅に加筆したものです。質疑応答に関しては、語句等に関する技術的な修正をのぞき、変更しておりません。)

ただいまご紹介にあずかりました青木と申します。本日は、新会社法関連のいろいろな情報収集、あるいは総会ラッシュ、そういうお忙しい中をご来場くださいます、まことにありがとうございます。はじめに、きょうお話しする内容の概要を申し上げます。

第一に、リテール顧客保護強化の背景です。お手元に「中間整理」というのがございますが、これは、三月に出た初版です。一昨日(六月二八日)の審議会で改正版が出ており(追記、七月七日に最終版が出た。http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20050707

「d1 sir/a.pdf」、投資商品の定義の部分にかなり変更がみられますが、本日お話しする個所については殆ど変更ありません。この「中間整理」の一枚目の「はじめに」を見ると、投資サービスタ法（投サ法）の立法目的が述べられており、また投資サービスタ法関連の議論でも色々述べられています。海外のリテール顧客保護の動向を解説するものは案外に少ないようですので、本日はそういう観点から、お話しさせていただきたいと思いません。

第二に、わが国の説明義務・適合性原則につきまして、お話ししたいと思います。

今日の範囲からは省きましたが、欧州では昨年（二〇〇四年）に新投資サービスタ指令という指令が出ています。同指令およびそれを補充するCESR助言は、説明義務・適合性原則について相当詳細に定めています。各国規制の調和を図るとい

う性質上、この指令を見れば、欧州における説明義務・適合性原則について、ある程度の把握が可能といつてよいと思います（完全には、各国裁量に委ねられた個所も多く、指令を踏まえた各国法および解釈を見なければなりません）。ところが、日本やアメリカでは、欧州新投資サービスタ指令に対応する法令が今のところないといつてよい状態です。相当する規制としては、日本では裁判所が適用する民法が、またアメリカでは、裁判所の適用する州法・連邦法、および全米証券業協会（NASD）の自主規則などがあります。つまり、日米では、説明義務や適合性原則の実体について、明文の法規のみならず、裁判例や自主規制機関による処分を目を配る必要性が高いわけです。投資サービスタ法の内容を考えるにあたって、「中間整理」から予想される明文の法規のみならず、裁判例や行政処分をも併せ見る必要があります。

第三に、お手元の「中間整理」を参照しながら、投資サービス法では説明義務・適合性原則につきどのような議論があるか、どのような形となることが予想されるかについて、申し上げたいと思います。

なお、今日三日に神田秀樹先生が『投資サービス法への構想』という本を資本市場研究会からお出しです。この本は、目下、投資サービス法に関する唯一の参考書だと思います。ただ、本日申し上げる説明義務・適合性原則については、神田先生が受託者責任についてお書きの部分を除き、ないようです。

一、リテール顧客の保護強化の背景（海外事情）

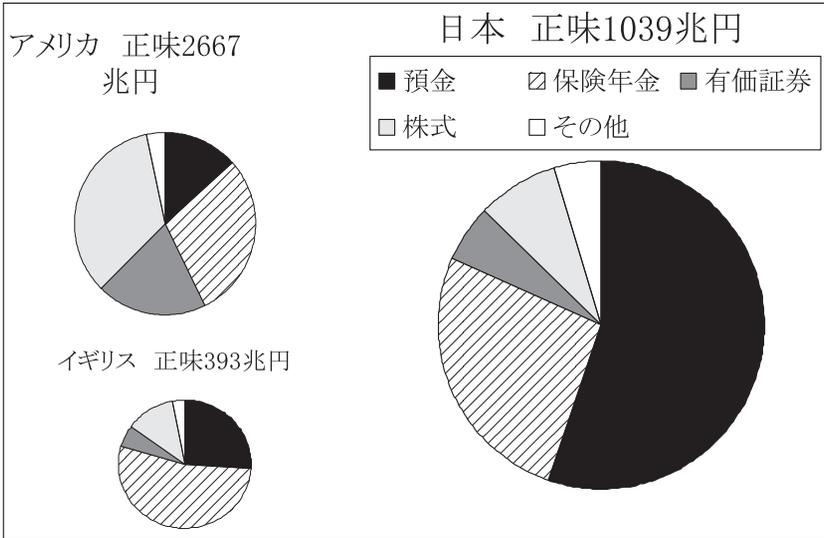
1. これも神田先生が五年ほど前に「証券法制の

行方」という講演をなさっておられ（証券レビュー三九巻五号一頁（一九九九）、「日本では現在、円建て預金を初めとする元本保証商品が家計の八〇％程度を占めている。この一部が資本市場経由のものに振り向けられることになろう」という趣旨のことをおっしゃっておられます。

どのくらいの割合がどういう形で振り向けられるかですが、ペイオフ実施後も目立った形での移動は今のところは起きてないということは、新聞等でもよく報道されているところです。

それでは、外国ではどうかですが、二〇〇四年時点での日米英の家計についてと、イギリスおよびアメリカにつき過去に遡ってどのように家計が構成されていたかをグラフにしてみました。なお、アメリカについては、二〇〇四年のグラフと過去分グラフとの各々のソースのつながりが良くない（前者は <http://group.dai-ichi-life.co.jp/>

(図表1) はじめに 個人金融資産：日米英の家計に占める預金と証券 (2004末)



dlri/data/data_lib.html' 後者はFRB, Flow of Funds Accounts of the United States, B.100e Balance of Sheet of Households and Non-profit Organization with Equity Detail) ため、項目の定義が異なり、判り難くて恐縮です。

まず二〇〇四年分(図表1)を見ますと、右の一番大きな円が日本です。日本は、元本保証の預金、保険年金(元本保証部分が多い)、それから有価証券ですが、これは国債とかでしょう。なるほど元本保証が多そう(正確には、外貨預金はどうかとか、保険年金中、変額分はどうかを区分しなければなりません)です。

アメリカはどうかと見ますと、預金はとても少ない、保険はまあまあ多い、有価証券(公社債など)は結構ある、でも株式がやはり多い、そんな感じになっております。

イギリスはどうかというと、これがアメリカと

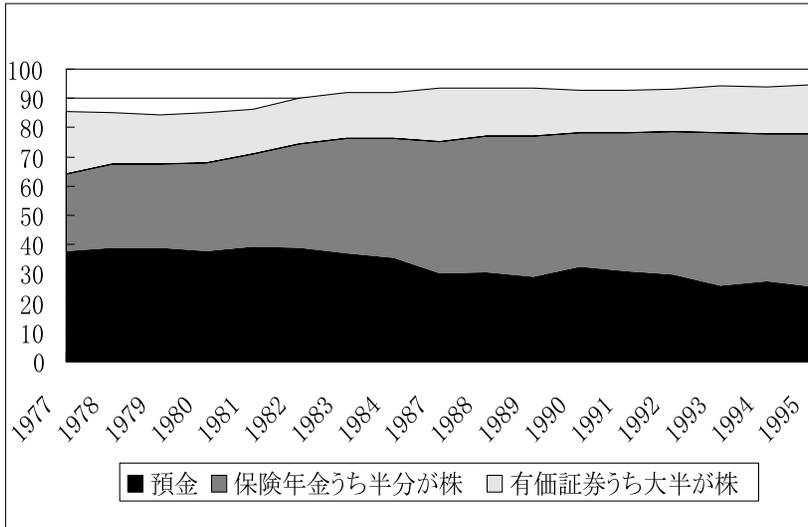
全然違います。まず、預金は、少ないけどアメリカよりはる。一番大きな違いは保険年金で何やらやたらに多い。株式は余りない、そんな感じですよ。ここで注意を要するのは、イギリスの場合、生保有資産の半分ぐらいが株式だということです。日本とかアメリカでは、生保有資産の10%前後ぐらいしか株式ではない（残りは債券が圧倒的で、そのほか不動産など）。ところが、イギリスは半分以上が株式だというわけで、構造的に株式投資信託に似ているのです（保険商品の形では、投資信託に近い変額は三割程度に留まり、有配当金額が主流なのですが）。要するにイギリスの個人は、保険年金を通じた形で株式を保有しています。

2. (1) 現在のイギリス家計はこういう形で資本市場を支えているわけですが、過去を見るとどう

でしょうか（図表2）。グラフを見ると、始まりの一九七七年あたりでは、四〇%ぐらい預金がある、現在は五〇%超ある保険年金が二七%程度と少ない、そのほか有価証券がある、という調子で、要するに今の日本のそれに近い構成だったといえると思います。それがどういふうに変ったかですが、大体七七年から九五年ぐらいまで、保険年金が増える形で変わっています。九五年以降はほとんど変わっていないのでグラフにしませんでした。大きく動いたのは八〇年代の一〇年間です。

なぜこのように動いたのかというと、福祉削減などの社会政策の変化とか課税政策とかの影響もありませんし、商品設計上の規制緩和もありましたし、何よりも、「バンカシユランス」といっていいませんが、銀行が保険窓販できるようになったことが、預金や公社債から保険年金へのシフトを後押

(図表2) 貯蓄から投資へ：イギリスの家計
 保険年金 27%→52%/18年(77-95)



したと考えられます。ともあれ、イギリスでは個人の投資先が保険に集中し、それゆえ、リアル金融商品のうち保険に問題が集中していますし、後に申しますように、FSAという現在のイギリス監督機関は保険問題に最も力を入れていませ（なお、近時のイギリスの保険規制への異常なまでの力の入れ方の背景には、消費者保護に留まらず、「欧州市場におけるイギリス保険の優位を確保する」という政策的意図があるように思われます。後述の「最近の揺れ戻し」の点に並び、日本がイギリス規制を参考とする際に留意すべきこととしたいと思います）。

要するに、イギリスでは、八〇年代に個人の預金が保険に移りました。その保険たるや、先ほど申しましたように、運用資産中の株式比率が高いため、価値が不安定となりがちでした（変額の場合には明らかですが、定額でも配当が上下したり、

(図表3) イギリスのリテール金融商品問題と解決

- 1 自主規制機関や監督機関(SIB・英銀・通産省)への不信→ブレア政権下の金融サービス機構FSA
- 2 財務規制(PRU) 最低保障付変額商品の準備金不足による大手生保破綻→リスクベース財務規制
- 3 行為規制(COB)手数料体系が複雑な中長期商品販売時の説明(とくに切替時)不足 → 徹底開示・比較説明の強化 → やりすぎ・機能不全 →
①預金並み単純商品の導入 ②投資顧問的構成顧客理解(自己責任)に並び、財務能力を重視

まずくいけば保険会社が破綻し、保険金が支払われません)。そうすると、いろいろ問題が起きました。(図表3) まず第一に、ブレア政権になってから、金融サービス機構 Financial Services Authority (FSA) という機構に監督機関が統一されたことはよく知られているかと思えます。それまでの自主規制機関あるいは監督機関(証券についてはSIBおよび各種自主規制機関、銀行についてはイングランド銀行、保険については通産省)から、規制監督権限を委譲されたものです。

(2) それから、先ほど保険に重点を置いたと申しましたけれども、どのように保険の問題を把握し対処したかにつき、財務規制と行為規制とに分けて申し上げます。

まず「財務規制」ですが、これは金融機関の財務健全性を維持せよというものです。イギリスで

はこの財務規制をプルデンシャル・スタンダード、PRUといっていますが、これを非常に重視しています。なぜかという点、先ほど預金から保険年金に移行したと申しましたが、その際に、エクイタブルという最も伝統ある相互会社がバランスシート管理に失敗して破綻したのです（破綻に関連して様々な報告書が作成されているが、英国財務省が作成依頼した包括的なものとして、ペンローズ報告書 http://www.hm-treasury.gov.uk/independent_reviews/penrose_report/index_pen_index.cfm）がある。部分訳として <http://www.005.upp.so-net.ne.jp/asatani/kiji0405.htm#kiji040509>）。保険を初めとする金融機関の財務規制を強化する背景として、つねに引き合いに出される話です。

脱線になりますが、FSAは、「銀行・証券・保険というように業種が違って、同じリスクに

は同じ資本を要求する」という発想に基き財務規制の再編を進めています。財務規制は、業態（監督官庁）によりまちまちでしたが、FSAに監督権限が集中してからは「リスクベース規制」といって、金融機関自身のリスク管理を生かした合理的な形へ向けて作業しています。なぜ業態別でなくコングロマリットとして規制するかというと、デリバティブなどを用い簡単にリスク移転できる（いわゆるART）ので、業態により規制が違つと規制裁定が起る（最も緩やかな規制が適用され、過少規制となる）といった懸念などがあつたからです。

財務規制はきょうの本筋から外れるのでこの程度にして、次に行為規制、コンダクト・オブ・ビジネス（COB）について申し上げます。今日のテーマである説明義務・適合性原則は、この行為規制の一環として位置付けられます。この行為規

制も、預金から投資（保険）へというシフトの際に、その不足が意識され、FSAによって大幅な説明義務の整備が進められたものです（「保険」のみならず、「パッケージ商品」とされる例えば投資信託についても、保険年金と同じような規制強化やFSAによる比較表作成が行われており、証券にも縁のある話です）。何が問題かということ、保険などの新商品の販売方法が良くなかったということとです。とりわけ、預金している、あるいは既に保険や年金に加入している人に、その預金を使って、あるいは既存の保険年金を解約して他の年金や保険の購入を勧誘する（「乗換」とか「切換」といいます）ときの説明が良くないことが問題とされました。既存の商品のほつが明らかに顧客に有利なのに乗換を勧めたことなどが問題とされたのです（ミスセリング問題といっています）。なぜそうなるかですが、保険とかなの中長期商品は

複雑で、真面目に説明し始めると極めて難しいということがあります。株式や簡単な社債ならば、商品リスクの理解が最大の山でしょうが、保険（投資信託も、定期部分がないとか手数料や税制が保険よりは単純とかはありますが、似たような問題があります）の場合、まず、どういう給付があるかの理解が難しい（投資商品といえる貯蓄型保険も、定期部分が組み合わされており、各々の価格が区分されていない）。また、貯蓄部分の給付内容を正確に理解することが難しい（定額の場合でも配当が問題となり得ますし、変額の場合にも最低保証部分がついている場合と否とがあります。一般論として、イギリスでは有配当保険の（とくに契約消滅時）配当の内容が特に問題視されましたが、日本では商品設計の違いもあり、むしろ例えば早期解約時の返戻金が積み立てた保険料に比べて少ない場合等が問題視されているよう

です)。さらに、手数料（日本では開示されず、支払総額と給付内容から概算するしかない）がわかりにくい。税制も考慮せねば正確なパフォーマンス比較ができません。

そんな調子で、複雑かつ不確定要素が多いため、真面目に説明し始めるとすごく難しいということ。同時に、消費者を煙に巻くのにこれほど向いたものもなく、「うちの保険は世界一」というように、内容はさておき、イメージや目先の保険料の低さで売れるということ。です。

そういうことで、イギリスはFSAになってから投資商品の説明の強化（徹底開示と比較説明）が顕著でした。本日は立ち入れませんが、イギリスの厳格な説明義務・適合性原則は、「説明により一般投資家に理解させ、投資してもらおう」というのと同時に、「理解できない人は取引から除こう、安全な商品に留まってもらおう」というも

のであり、業者にとって当面のコスト増に加え、受注減につながり得ることは否定できないと思います。

なお、イギリスでも最近、説明義務の強化という政策について、揺れ戻しがあるように思われます。つまり、国民の理解能力を前提とし、「販売業者が顧客情報を取得し、適合性判断を行った上で」きちんと説明すれば、誰にでも何でも勧誘・販売できる」という政策が、一部修正されてきているように思われます。たとえば、第一に、二〇〇四年一月には、いわゆる「ステークホルダー商品（預金・年金・投信・チャイルドトラストで、所定の要件を満たすもの。低リスクで仕組みが簡単かつ手数料が低い点で共通するが、課税優遇対象であることは要件でない）」について説明義務・適合性原則の適用を免除する規制を導入しました（FSAハンドブックにCOBSAを追加。

概観として林宏美「英国で導入されたステークホルダー商品」資本市場クォーターリー二〇〇五年春（一四一頁）。これは、理解能力の限られる低所得者層を念頭において、単純でリスク限定的な商品については、説明義務や適合性原則を免除するというものです。「免除」といつても、被勧誘者が当該商品を購入する状況にあるかを所定のチャートによって判別した上での販売なので、適合性判断の實質がゼロではありませんが。

第二に、イギリスに限りませんが、業者と顧客とが対等ではないことを前提とした規制が設けられる傾向が窺われると思います。この点については、投資サービス法の一論点である「勧誘と助言」というところでも述べたいと思いますが、要するに、最近の商品の発達と大衆投資家の新規参加とを考えると、どんなに説明しても顧客が業者と対等に取引することは所詮ムリであり、業者に

顧客を世話する義務を課す必要がある、とする傾向があるように思われます。どのように義務を法律構成するかについては、色々な例があります（たとえば、日本の裁判所が民法の信義則に基き要求する義務とか、ドイツの判例や法規が要求する助言義務など。信認義務を認めるという構成も、英米法系における一つの可能性です）。

「販売勧誘の際に、投資家の資産状態を確認し（確認できない場合、余剰資産ゼロと仮定して）、それに応じた内容の勧誘を行うべし」という、適合性原則を具体化したルールもその一つといえるでしょう。イギリスも導入する欧州新投資サービス指令では、リテール顧客に助言する（投資顧問契約に基くそれに限らず、通常の対面勧誘における説明も含み得る）際には、財務状況を含む顧客情報の取得を義務づけています（指令一九条四項、四条一項四号）。

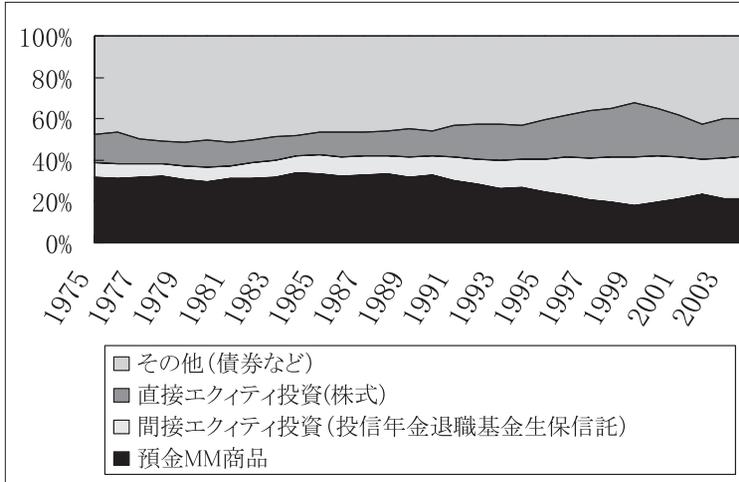
3. (1) 次にアメリカはどうかと申しますと(図表4)、連邦準備委員会のフロー・オブ・ファンズという資料からですが、ここでは、エクイティを、直接エクイティ投資(要するに株式を直接投資家が保有する場合)と間接エクイティ投資(例えば確定拠出年金や投信、年金、生保、信託)との二つに分けています。初期の頃(一九七五年頃)のデータは、「その他(債券など)」などが半分近くあって、内訳がよくわかりません。ともかく、そのころは、直接・間接合わせて資産の二〇パーセントくらいのエクイティが保有されていました。アメリカ人のエクイティ保有比率は高い高いといわれており、実際、他国に比べれば高いのですけれども、それでも直接間接あわせて二〇パーセント程度という状態が一九九〇年ごろまで続いていたようです。ところが、その後、急激に増えて、九九年ぐらいに一気に四〇%ぐらいを占

め、それからまたちょっと凹んで安定している、そんな感じになっています。

このように、「貯蓄から投資へ」といっても、さきほどのイギリスとだいぶ感じが違うわけです。イギリスは八〇年代に預金から保険に移りました。ところが、アメリカは大体九〇年代に、債券や預金を食い込む形でエクイティーが間接直接の両方で増えていきます。また、イギリスの場合は、間接エクイティー保有、つまり保険での保有がほとんどでしたが、アメリカは直接保有が結構多いという違いがあります。間接保有は確定拠出年金などが、また直接保有はオンライン取引の導入が、人気を加速したように思われます。

(2) アメリカでエンロン事件の後にとつという市場改革の手段がとられたかについては、よく知られていると思いますが、先ほどのイギリス事情との比較でどうい違いがあるかをざっと申し上げた

(図表4) 貯蓄から投資へ：アメリカの家計 (FRB, Flow of Funds)
 直接エクイティ投資10%→20%/10年(91-99)
 間接エクイティ投資10%→20%/10年(91-99)



いと思います。

まず、財務規制はどうかですが、銀行・証券・保険の監督機関間の連携が全く進んでない。だから、イギリスに比べると包括規制が発達しにくく、金融グループ（コングロマリット）としての財務規制もほとんど全く省みられない、という状況にあります。

行為規制については、SECは、コンダクト・オブ・ビジネスと言われる業者行為規制に殆ど関わりません。もちろんSECは、ディスクロージャー規制を掌っていますし、間接エクイティ投資である投信や年金などの規制を作っています。そういった、間接的な形で一般投資家保護は図っているけれども、販売の態様に関する規制監督は殆ど行なっていません。行為規制については原則として、州や連邦の裁判所と、自主規制機関とが行なっています。自主規制機関にも色々あ

りますが、業者行為規制については主に全米証券業協会NASDが携わっています（証券会社は実質的にすべて、同協会に加入しています）。ですから、アメリカの連邦法規を見ても、業者の行為規制ということは殆ど書かれておらず、NASD規則や判例法を見る必要があります。こういったものは、連邦法規とか欧州指令とかに比べて整理されておらず、参考書や論文も限られており、なかなか理解が難しいものです。

個人投資家保護の規制が（イギリスのように包括的ではなく）散発的に形成されるという点も特色として挙げてよいかと思えます。さきほどSECは原則として行為規制に関わらないと申しましたが、目立った社会問題が起こると、議会が特別立法をし、その具体化をSECに委任するということがあります。サーベインオクスレー法もそうですが、行為規制については、一九九〇年のペ

ニーストック立法などが典型的です。ペニーストックというのは、低額で、しかも発行者がNASDAQ登録もしていない小規模な会社というもので、こういった株式に宝くじとかカジノ感覚で散財してしまう人が後を絶たないというわけで規制されたものです。それから比較的最近、オンライン取引が盛んになったことから問題となった、デイトレーディングもSECが深く関わる形で自主規制機関により規制されています。

4. (1) 以上がアメリカやイギリスのリテール問題の状況ですが、日本はどうでしょうか。私は、日本の個人投資家に起こるであろう投資損失問題は、イギリスやアメリカで問題となったものよりも更に深刻なものとなると思います。と申しますのは、第一に、日本のリテールの競争は極めて激しい。実際、一時期どつと参入した外資の殆どが

リテールからは撤退しました。日本のオンライン証券というのは本当に強いですし、その他の新規の参入者、とくに銀行の販売力は、当然ながら強い。そういう状況なので、新参古参を問わず、競争に負けまいとする結果、販売に無理がかかり勝ちとなろうということです。

第二に、その販売圧力の加わる国民がどうかというと、イギリスやアメリカの国民一般より日本人が特に賢いことはない、むしろ判断力が低いのではとさえ思われます。近年の日本ではインフレ対策とか為替問題とかを考える必要は低かったですし、デリバティブについても、ワラントを除けば殆どなじみがない。それから、銀行や保険への依存心が極めて強い。証券会社のセールスが来たらば警戒する（すみません）けれども、銀行や保険（とくに財閥系大手）が売ると詮索せずに買ってしまう。要するに「自己責任で投資する」とい

う姿勢にならない人が多いように思われるわけです。

第三に、変化のスピードということがあります。貯蓄から投資への変化が、アメリカやイギリスでは一〇年から二〇年かけて起こっているのですが、日本では恐らくもっと速いかもかもしれません。そして個人エクイティ保有が高まると株価が上がります。このサイクルが始まると更に投資が盛んとなり、そこで大いにながったとして、そこからまた一時的とはいえない形で下がったとします（ドイツを含む近時の欧州が経験したことです）。アメリカは、市場平均で見れば欧州よりも落ち込みが限られています、それでも投資家が欲張ってIT株に注ぎ込んだ場合などは目もあてられず、実際、最近の投資顧問人気の一因となっているようです。冒頭に述べたように、個人が保有する金融資産のうち、八〇％程度が元本保証商

品であつたわけですが、その相当（直間あわせて例えば二〇%）が元本割れする投資商品となつてくる。しかも、そのかなりがハイリスク商品のため減価が著しく、また、デリバティブ組込みの場合などは塩漬けもできないとします。国民がどれだけそういう帰結に耐えられるか。それが問題だと思ひます。

(2) アメリカやイギリスの事情から、次の諸点を方向感として得ることができないかと思ひます。

まず第一に、規制監督のあり方ですが、イギリスでは、自主規制機関が十分に機能しなかつたといふことがありました。他方、アメリカの場合、少なくとも説明義務・適合性原則に関しては自主規制機関がそれなりにやっているようなので、どういふ風につまうかいかないか、あるいはいくかを知らる必要があると思ひます（参照、大崎貞和

「米国証券市場における自主規制見直しの動き」
資本市場クォーター（冬四三頁）。

それから、規制監督権限を持つてゐる機関が、必要な規制を作らないとか、十分な監督をしないとどうなるかです。イギリスでは、先ほどのエクイタブルの事件に絡んで「規制すべきところをしなかつた」という行政責任が問題とされる（結局、FSA発足以前の問題として最後まで追及されることはなかつたようですが）ことがあつたようです。

わが国はどうかですが、日本型ビッグバン（包括協議の課題消化）以降、どんどん規制が緩和される傾向にあります。No rule is prohibitionのため海外で行われていたホールセル取引（事業債発行、証券化、信託など）が国内で行えるよう、法制が整備されていったことは素晴らしい変化であつたと思ひます。ただ、リテールについて

は、業者の販売規制緩和はともかく、個人投資家保護を目的とする規制の導入が外圧で求められることはないですし、業界も、リテール規制の強化を自ら言い出す動機を通常は持ちません。ですから、よほど金融庁が主導的に動かなければ、規制緩和後の再規制が脆弱なものとなることは免れないと思います。

しかし、「新しい金融の流れに関する懇談会」など、様々な機会でポストビッグバンの基本方針が検討されてきたわけですが、その主な検討対象は、業界問題（投サ法でいえば、預金・保険をカバーするかといった問題）か、関連官庁との調整（商品取引所での取引や不動産関連商品の管轄など）、あるいはエンフォースメントの強化（これもリテール規制に直結はしない）といった、リテール投資家保護と直結はしない問題であったように思われます（脱線ですが、規制緩和および市

場経済化の傾向を前提とすると、金融庁の企画立案の軸を、業界調整から（リテール規制のみならず、開示規制や財務規制の整備を含む）国民保護へ、現在よりも更に軸を移すのが賢明でないかと私は思います。SECやFSAが強いのは、エンフォースメントに係る権限や人員の点もですが、国民の支持を得ていること、また支持を得るためのパフォーマンスに長けていることにあると思います）。

第二に、財務規制について。これも本日のテーマではありませんが、金融コングロマリット規制がどんどん強化されること自体は避け難いと思います。その場合、銀行の新BIS規制およびそれに関連する諸制度が、証券・保険の財務規制のあり方に強い影響を及ぼすことも避けられないように思います。

第三に、行為規制について、これは本日のテ

マですので、説明義務と適合性原則、この二点を絞って見てゆきたいと思います。

二、わが国における説明義務・適合性原則の現況

(図表5)

1. (1) まず、「説明義務」と「適合性原則」とは何かですが、困ったことに定義というものがありません。少なくとも説明義務については、法律や規則に明文の定義がありません。ではなぜスライドに堂々と定義のようなものを書いているかという点、これは「新訂版 逐条解説証券取引法」という、新しく、また良く使われていると思われるコメントールにある説明で(四五六頁以下)、一般的な理解を示すもののように思えますので、本日は基本的にこれに従いたいと思います。

(図表5) 説明義務と適合性原則について(日本)説明義務・適合性原則とは?

説明義務

- ・一般的な大多数の投資家に理解できる程度の説明
- ・義務違反の効果の考え方は根拠により異なるが、過失相殺せず損害賠償を認める傾向(金販法)
- ・極端な場合、一般投資家には説明不能として、当該商品・取引の勧誘が禁止・制限される

適合性原則

- ・当該投資家にとって勧誘が適切か(経験・目的・資力(収入資産))
- ・義務違反の効果の考え方は根拠により異なるが、救済的な性格が強く、裁判例では大幅な過失相殺も多い
- ・極端な場合、ある種の投資家には(預金に近い低リスク商品を除き)勧誘が禁止される(例、投サ法案の「特定利用者」)

これによりますと、「説明義務」とは「一般的な大多数の投資家に理解できる程度の説明」だとあります。したがって、その内容は、勧誘する相手によって変らないはずで、かたや「適合性原則」は「当該投資家にとって勧誘が適切か」です。だから、こちらは投資家一人一人によって違います。たとえば、ある商品が私に適合的かですが、仮に私が、普通株ならば長期の投資経験があるし、投資目的もアグレッシブで、色々な本を読んで勉強して、投資意欲満々だったとします。ところが、資力の点でお貧乏ということだと、「じゃ、青木さんは、ヘッジファンドとかリンク債とかはやめておきましょう」と判断し、勧誘しないということなんです。

そういうことですが、若干注意すべきことがあります。それは、この定義は主に行政で使われる定義で、裁判所での言葉の使い方は違うということ

とです（そのため、往々にして、用法上の混乱が生じています）。裁判所は、「適合性原則」ということは余り言わずに、主に説明義務ということの問題を処理します。要するに、先ほどのコメントが適合性原則の内容とすることを、説明義務に盛り込んだ形で「説明義務」という言葉を使っています。

(2) 説明義務とか適合性原則とかに業者が違反した場合どうなるか、とくに投資家の損害賠償請求の根拠となるか、を考えてみたいと思います。

説明義務については、先ほど申しましたように定義規定もないので、関係ありそうな規定を見ていくと、例えば金融商品販売法があります。金融商品販売法は、「重要事項」というのを定めていて、元本欠損額を重要事項を説明しなかった損害額と推定するという形をとっています。また、金融販売法は、その六条で「重要事項について説明をし

なかったことによる金融商品販売業者等の損害賠償の責任については、この法律の規定によるほか、民法の規定による」としています。金販法は、「説明義務違反があれば、これこれの額の損失を推定します」と規定しているわけですが、その額が必ず得られるわけではなく、不法行為の方から過失相殺され得るといふことです（「参考」大前恵一朗「滝浪泰」一問一答金融商品販売法「一四八頁（二〇〇一）」。「本法に特段の定めのない事項については、民法の適用の定めがある」とした上で、適用のある民法の例として、過失相殺を含む何件かを示している）。民法規定との関係の問題については、投法法に関連して、後ほどもう一度取り上げたいと思います。

適合性原則についてどうかと見ると、これも、経験、目的、資力、これにほぼ相当する要件が証券取引法四十三条の二号に示されています（知

識、経験及び財産の状況）が、投資家が裁判で賠償請求する場合には、証券取引法ではなく民法に基いて救済を求めなければなりません。先ほど、適合性原則の問題は説明義務の中に含まれることが多いと申しましたが、適合性原則ということ正面からいう判決もないわけではありません。その場合、説明義務違反の場合と同様、高率の過失相殺が行われることは珍しくありません。

(3) 説明義務を極端に押し進める、あるいは適合性原則を極端に押し進めるとどういうことになるか、という議論もあります。適合性原則の例の方がわかりやすいかと思しますので、それを挙げますと、ある種の投資家、たとえば高齢者について、証券会社が商品説明しても理解できそうもないとします。そうした場合、（元本保証商品のよいうなローリスク商品を除き）証券会社が勧誘してはならないと義務づける、つまり、特定の人に対

しては勧誘してはならない、とするわけですが（似て非なるものに不招請勧誘の規制があります。主に勧誘方法に着目して規制するものですが、これを適合性原則の一種とする理解もあります。そういう理解が全く不当とは思いませんが、沿革的には別物と見るべきでしょう）。法律レベルでは実例はないと思いますが、後述のホールセールリテールワーキングレポートの中で提案されている「特定利用者」ですとか、経産省の「商品先物取引の委託者の保護に関するガイドライン」が商品取引所法二二五条について示している類型などが、これにあたります。

実際問題としていえば、この「特定の人に対しては勧誘してはならない」というタイプの保護は、業界（とくに伝統的な対面販売を中心とする証券会社）にとつて、シルバーマーケットの相当部分の喪失という強烈な効果をもたらしかねない

ものです（かたや投資家については、差別的だとか取引の機会を奪うとかの批判があり得ますが、勧誘のない取引機会たとえばオンライン証券取引が昨今がありますので、投資機会が完全に閉ざされるわけではありません。ちなみに、英米では、適合性原則の適用上、わが国以上に徹底して個人の属性を斟酌していると思いますが、年齢などの属性を基準として勧誘を禁止することはしてないと思います）。いずれにしても、「特定利用者」に指定される範囲はごく限られたものとなる（右の経産省ガイドラインも七五歳といった基準を取っています）でしょうし、それゆえ、これをもって投法における一般投資家保護の主要な柱とするのは貧弱にすぎると思います。

2. 続いて、説明義務や適合性原則の根拠や制裁について見てみたいと思います。わが国では法規

(図表6) 法規・自主規則

	証取法	金販法	行為規制 府令	民法
	投サ法			
説明義務	開示一般 (虚偽42 条10号)	元本欠損 等に係る 重要事項 3条	禁止行為・業 務状況是正 4条・10条	709、 715条
適合性	不適當な 勧誘43条	勧誘方針 8条		709、 715条

□ その他 金融庁検査マニュアル・監督指針 日証協規則 (公慣規4・9)や「会員営業責任者・会員内部管理責任者必携」等、金販法説明義務に関するガイドライン

・自主規則がまずあります。また、法規(民法)を解釈した判例があります。判例というほど固まっただけの下級審の裁判例も、根拠というには弱いですが、参考にはなるでしょう。以上のほか、監督官庁による行政処分や自主規制機関内の処分があります。根拠とその結果である処分とがごちゃ混ぜになって、我ながら良い整理とは言い難いのですが、この順に見てゆきたいと思います。

(図表6)

(1) まず、法規・自主規則ですが、説明義務と適合性に関して、証券取引法と金融商品販売法、この二つがあります。この二つを統合するような形で投資サービス法が置かれるようです。

これらは法律ですけれども、法律でも一つ重要な役割を果たすものに、民法があります。先ほど申しましたように、裁判で投資家が賠償を請求する場合には専らこれによっています(金販法五

条の推定規定も援用できませんが、後述のように本条が適用された公表裁判例は一件に過ぎません。

法律の次に府令ですが、「証券会社の行為規制等に関する内閣府令（行為規制府令）」が最重要のものであります。新しい商品や取引の問題への対応ということでは、ここに挙げた法規の中で最も活発に取り込みを行っていると思います（たとえば証券法四三条二号の「業務の状況」を定める令十条を参照）。

説明義務については、先ほど申しましたように、証券法上、はっきりした根拠規定はありません。あえて挙げるならば、開示に関連して置かれている規制一般を挙げることになるうと思えます。金販法は「（重要事項）について説明をしなければならぬ」と明記しているので（金販法三条）、説明義務を具体化した規定と見ることができるといえます。おそらく投付法でも、金販法のそ

れよりは充実した説明義務規定が置かれるのではないかと思います。「中間整理」（前出）はどのように規定するかについて、特に述べていません。

適合性については、証券取引法が不適当な勧誘（証券法四三条二号）に関する規定を設けており、また、金販法の方で勧誘方針の策定に関する規定（金販法八条）を置いています。これは方針を策定せねば過料（金販法九条）その他の制裁が加えられるという規則で、普通に「適合性原則」というものとは違いますが、定めるべき事項（知識・経験・財産状況、勧誘方法及び時間帯、その他勧誘の適正の確保に関する事項）が適合性原則で確認が要求される事項に通じるものです。

このほか、検査マニュアルや監督指針、日証協規則・ガイドラインなどがあり、これらは実務ではきわめて重要ですが、投資家が損害賠償を請求

する根拠にはなりません。

このように見てくると、要するに、法規の中で投資家の直接の助けとなってきたのは民法なわけです。金販法は、因果関係の点で若干投資家保護を厚くしたけれども、民法だけのときと、どうもそう変わるようではありません。「重要事項」の説明という儀式を踏むようになったこと、また、その手続を業者が整備したこと、が最大の変化であったように思えます。

しかし、後述するように、変額保険とかワラントといった、相当に歴史と件数のある商品についてすら、判例の傾向が明確に整理できないところ、新たな投資商品（デリバティブを含む仕組み商品や証券化商品、複層ファンドなど。オプションの売り取引（一般投資家への勧誘につき、適合性原則違反の認定を原審よりも投資家側に厳しく行ない、結果として違反なしとする最高裁判決が

最近出ました（平成一七年七月一四日小法廷判決

<http://courtdomino2.courts.go.jp/judge.nsf/0/CDE7E1E1D97E9A0C4925703E001C0B43?OpenDocument>)) なども、個人や事業法人にとつては、未だに新規な商品であるようです) については、商品内容や関与する投資家の多様性から、訴訟の予見可能性が更に低くなり、投資家にとつても業者にとつても、裁判所による民法の解釈が実質的に唯一の解決方法という状態は耐え難いものとなると思われます。ここに、説明義務や適合性に関する事前型の規制を、コスト増を覚悟で入れる理由があり、実際にイギリスがそうしてきたわけだと思えます（イギリスほど行為規制が厳しくなく、しかし裁判所判断の予見可能性が高くないアメリカでは、和解による決着が多いのではないかと思いますが、資料を見出しえませんが（集団訴訟制度の導入といった事情

のない限り、業界全体で見れば、事前規制に必要なコストのほうが事後処理で要するコストよりも、先払いの上に多額となる（それゆえ、業界が事前規制を嫌うのは当然）と思います。公表されている請求認容額からの推測に過ぎませんが、その総額が、事前開示規制に要する費用に比べ、ごく低いものだからです。それだけに、規制監督機関と業界との間で、無駄のない規制作りに向けた協調体制が重要なのですが・・・なお、業界の中でも、リテール競争激化の影響を正面から受け、しかも、訴訟負担への耐性の限られる中小堅証券会社の方が、大手証券会社よりも事前規制から得る利益が大きいと思います。これを「規制による護送船団効果」といえばそれまでですが、一般投資家側の保護が達成されるという点が、ホールセール事前規制の場合と違うと思います。

法規に関連して、あす（二〇〇五年七月一日）

から施行される二〇〇四年改正金融先物取引法（金先法）について見てみたいと思います。「改正金先法は、投資サービス法にはあまり関係がない。なぜなら、まず金先法が扱う商品がかなり特殊だし、それに外国為替取引の中でも特に悪質な業者の行為が問題となったわけだろう。まともな業者に関する投資サービス法と一緒にしないでほしい」といった印象もあるかと思いますが、他方、立法担当官その他が投サ法のと重なることや時期から、プレ投資サービス法と捉える向きも多いかと思えます。

改正金先法で説明義務や適合性原則をどう扱っているかという点、色々と規定が置かれています。が、今までに比べて、格別新しいことはさほどありません。①誠実公正義務、②不招請勧誘を含む、諸禁止行為、③適合性の原則、それから広告規制、と四つ、関連する規定があります。①の誠

実公正義務ですが、これは新法の七十五条に当たりますが、既に証券取引法にもあります（証券法三三条）。③の適合性原則、これもあります（証券法四三条一号）。民事上の効果と結びつけるといのでなければ、金先法や投サ法に入ってもともといった感じの規定です。

そこで新しいのは、(A)②の禁止行為の中にある不招請勧誘禁止、および、(B)広告規制における投資額超の損失可能性の表示が要求されていることと思われ（そのほか、どちらかといえば形式的なことですが、金販法では説明義務の内容とされているところ（金販法二条）、改正金先法では広告事由とする点で、説明規制と広告規制との統合が図られているようです（インターネットや電子メールなどの新しい通信手段が増加していることから、イギリスでも金融販売勧誘（financial promotion）規制として再編されています）。金

販法下でも広告に重要事項を載せる例が一般的なようなので、実務を大きく変更することはないかと思えます）。

先に(B)の方ですが、「投資額を超える（当該損失の額が委託証拠金その他の保証金の額を上回る）こととなるおそれ」とは、与信によるレバレッジのある取引であるため、必要証拠金額が変動する取引です（要するに、追証が必要となる可能性のある取引です）。これについては、中間整理に關連して、後ほど詳しく申し上げます。

次に(A)の不招請勧誘規制ですが、その動向は業界で懸念されているところだと思えます（中間整理案に対する意見（田中（浩） http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20050628_d1_sir/08.pdf）。仮に投資サービスで、商品全般に（たしかに、改正金先法は、一般顧客（実質的には自然人全般）について、全面

的に禁止しています）不招請勧誘禁止が導入されたら飛び込み外交や電話外交ができなくなる、という不安が持たれているように思われます。

私は、そういう懸念の一部は正しいと思います。なぜかという点、（既に社内規制が厳しいところは別として）飛び込みや電話外交が現在よりも制限されることは不可避と思うからです。非常に貴重な時間帯に行くとか、「今後絶対、私に構わないでほしい」という相手に訪問や電話を続けるとすれば、それは問題であり、たとえ投サ法が制限しなくても、いざれ禁止されようということです（訪問販売規制などの、金融商品以外の商品を含む取引一般規制の対象となる可能性もあるでしょう）。

ただ、飛び込み外交や電話外交が一切出来なくなる、ということにはなるまいと思います。つまり、ローリスク商品を飛び込みや電話で紹介の

上、そのお客がよりハイリスク商品を取引するのに適合的と判断できれば、段々と範囲を広げていく、そういう形での勧誘は可能と思います（イギリスの制度はそつだと思えます）し、これは現在の実務とそれほど変わらないのではないかと思います。

なぜ不招請勧誘規制が揉めるかということ、参照されるイギリス規制が正確に理解されていない結果、コンセンサスのないままに様々な理解が生まれ、その中には「個人には原則として勧誘すべからず」といった考え方（たとえば、金販法案共産党修正案七条 (<http://www2.osk.3web.jp/~syouken/kinyuu/kyousantou.pdf>) は、政令所定のものを除く金融商品一般に不招請勧誘禁止が及ぶとしています。政令所定商品とは元本保証商品を考えているのではないかと思いますが、仮にそつとすると、上場商品など、イギリスでは不招

請勧誘禁止の対象とならない商品も、対象となります）もあり、このような理解に立つ立法がはぐみで実現することが懸念されているのではないかと思います。

仮におよそ新規勧誘できないという場合、既存の顧客関係の一種の囲い込みが生じ、銀行系証券会社や広告に強いと思われるネット証券会社には有利となる一方、伝統的証券会社には不利となると思われます。広範な不招請勧誘禁止の導入を拒けるため対面型勧誘の意義を言うのであれば、「対面型販売には資産管理ないし投資顧問的側面があり、現にそういえるだけの（今回のセールス分の損を納得してもらい、新規公開株でも割り当てて口直しの上、また買ってもらう、といった付き合いに留まらない）サービスを提供している」と言える実質を備えることと思います。

(2) 以上が法規ですが、次に、裁判例および学説

を見たいと思います。

(a) 裁判例についてですが、これは主にフロントについて、一見矛盾するような下級審裁判例が乱立する状態にあります。先ほど「説明義務の定義には注意を要する」と申した際に、「裁判所は、適合性、要するに顧客の属性を含んだ形で『説明義務』という語を使う場合が多い」と申し上げましたが、まずこのために裁判例の整理が難しくなっていると思います。しかも、他の全く異なる違法事由たとえばチャージングなどが重なった事案が多く、その点でも分析が難しいと思います。判決は最終的に、請求はこれだけ、過失相殺が何割、という形で出るのですが、どの理由および事情に基づき責任が認められたかが分析しにくいのです。それでも、フロントは大変な件数が出ましたし、基本的には似た商品なので、それなりに方向性が見えてきた

と思われるのですが、最近ではEB債とか投信とか、新しいものについて判決が出るようになってきた。そういうものが出ると、またやり直しということになります（前出の上場オプション売り取引など、私は最高裁の判旨や結論の方が妥当と思います（青木浩子「仕組債に代表される複雑な証券を私募発行する場合の民事責任―アメリカ法（上）（下）」NBL六九六号三二頁、六九七号四七頁（二〇〇〇）参照）が、原審のような判断を下す裁判所も現にあるわけです）。さらに、とどめを刺すように過失相殺が出てきます。過失相殺が出てくると、判決の実質的意義をどう評価していいか、わからなくなると思えます。実際、七割も相殺されたら、実質的には原告は負け、しかし形の上で被告証券会社が負けであり、両方負けて詰まらないのですが、実際にそういうふうな過失相殺される場合が多いのです。そ

れやこれやで、裁判例は、ルールとして確立しているとは言いがたい状態にあると思います（「追記」とくに仕組み物および非典型派生商品については、内容理解可能性や投資適格性について、裁判官の間でも非常に判断が分かれるため、当面は、説明不足・適合性原則違反を極めて広く認める下級審判決が相次ぐものと思われる。清水俊彦「投資勧誘と不法行為」（一九九九）三三〇頁、註11頁は、商品先物・株式・ワラント・証券投資信託（ただし、仕組みや内容の複雑ではないもの）については基準がほぼ確立しているが、変額保険や通貨取引・デリバティブ取引については判断基準がまちまちで、手探り状態にある、と評価している）。

(b) 次に学説ですが、最近の議論に限って申しますと、英米の一般法（コモンロー）の、いわゆるフィデューシャリーという責任（Fiduciary

duty. 受託、受認あるいは信託と訳されており、以下では原則として「信託義務」としたいと思えます。ただ、金融庁では「受託者責任」という用法が一般に使われているようです（を導入しようという考えが強く主張されており、「中間整理」（前出）でもこれを導入してはどうかと示唆されています）。

私は、この考えの一部、すなわち、資産運用・助言業者について、商事信託法要綱（信託二〇七号三八頁以下（二〇〇一））を中心とする、確立した法規や考え方を参照することは妥当と思えます。ただ、更に広い範囲の投資サービス業者について、たとえば右の要綱の四三一条にいう受託者善管注意義務規定が、現在の民法不法行為解釈に比べてどのように一般投資家保護に役立つかを詰めねば導入の是非を判断できないと思えますので、以下、この点について考えてみたいと思いま

す。

受託者善管注意義務規定の内容は敷衍されていない（前掲・信託二〇七号六一頁は「具体的にどのような内容のものを意味するかは、解釈に委ねられる。これは、個々の事例によって異なるものと考えられる」とする）ので、さしあたり(A)従来民法に基く判例法理を見るか、(B)アメリカの関連する法理（基本的には判例やリストメントを参照することになると思います）を見るか、ということになるかと思えます。

この問題を考えるにあたっては、二〇〇一年に日本証券投資顧問業協会（投資顧問業者の注意義務研究会）が「投資顧問業者の注意義務について」という報告書（<http://jsiaa.medialgalaxy.ne.jp/syuppan/pdf/komon1023.pdf>）で、民法上の委任規定に基く善管注意義務（これはあくまで日本法です）とアメリカのフィデューシャリー

・デューティ（信認義務）とを比較し、投資顧問会社の果たすべき注意義務は日本法の善管注意義務で十分かを検討している個所が参考となります。報告書は、両者が異質か同質かは明らかでなく（一一頁）、わが国では私法上は大陸法系の民法の範囲で判断される一方、業法上は英米法の忠実義務が規定されており、不安定である。裁判における解釈論はともかくとしても、英米の信認義務は将来的にはわが国の法体系に更に取り入れられる可能性がある（二三頁）と述べています。私の誤解かもしれませんが、同報告書は、一般に業法（公法）と考えられている法律（投サ法はこれでしょう）に、忠実義務とか善管注意義務とか誠実公正義務といった（外国では民事請求の基礎となることもある）諸義務の規定が設けられても、民事請求の基礎とはならない。ただし、金販法のような立法があれば、現行の民法の範囲以上の内

容の注意義務というものを、英米法理を参照しながら構築していくことができる、と考えているように思われます。先の(A)日本民法か(B)外国判例かの枠組みでいえば、裁判上は基本的には(A)であるが、今後、注意義務に関する規定が置かれ、それが民事請求に反映する際には(B)も考慮される、ということであろうかと思えます。

以上は投資顧問（助言）の場合でしたが、これを販売勧誘を行う場合に引き移すとどうなるでしょうか。中間整理二五頁には「行為規制についての民事上の効果の付与については、民事法制の原則を修正するものであることから十分な検討が必要であるが、エンフォースメント充実の観点から、投資サービス業者が投資商品を販売する場合の行為規制・・・について民事上の効果を付すことは是非について検討」するといっています。近時の金販法や改正証取法（課徴金・推定規定）の

例もありますし、投手法に説明勧誘・適合性原則に関して民事的効力に関する何らかの規定が設けられても不思議はないと思われます。そこで、裁判上は、基本的には(A)日本民法が、しかし、投手法に置かれた規定を踏まえ、その内容を発展させ、その際には(B)英米の信認法理を参照する、ということになるかと思えます。

ところで、先ほど「日本の裁判例は、とくに新種商品について弱い」という趣旨のことを述べましたが、ブローカーの適合性原則に関するアメリカ裁判例は、それどころではない、カオス状態とって過言ではありません(Norman S. Poser, Broker-Dealer Law & Regulation 3.03 (3d 2004)の連邦法(証取法規定が中心)および州法(不法行為) 紹介を参照)。わが国判例の形成の未熟なところにアメリカの裁判例を導入すると、投資家が、日本のマイナーな左寄り裁判例を発掘してく

ると、すると、被告証券会社がこれもアメリカの田舎の右寄り裁判例をLEXIS®(米国判例データベース)か何かで拾ってきて(商品自体は先行している)、何らかの関連事例を見つけ出すこと自体は困難ではないと思います)ぶつけ返す、などということになりそうです(商法学者なら、さしずめ、「法人格否認の法理」で、関係のありそうな事項を理屈はなしに散弾銃のように撃ちまくり、といった例を連想するかもしれません)。

わが国裁判所による信義則の適用が融通無碍であること、また投資サービス業者の販売勧誘が多様なため強行法規化が困難であることを考えると、日本法の解釈や判例が発達していない投資顧問(前掲・投資顧問業者の注意義務について四七頁)のような場合はともかく、すでに相当の発達のある販売勧誘上の行為責任について、信認義務

を導入することのメリットは限られる一方、相当のデメリットがあるように思われます。信認義務という大掛かりなセットではなく、必要な強行規定（四つ挙げられた義務のうち、自己執行義務と分別管理義務については規定しやすうと思えます。反して善管注意義務および忠実義務については、資産運用の関係ではともかく、販売勧誘で強行法規として規定するのは困難ではないかと思えます）を定める一方、任意法規の中で判例の確立を目指すという方針のほうが実際のなように思えます。

しかし、「では英米法理は接木しません」となれば、投サ法における一般投資家保護は従来とあまり変わらないこととなり、「投資家保護規定の拡充」と謳うには（中間整理一三頁）いかにも貧弱と思われれます。

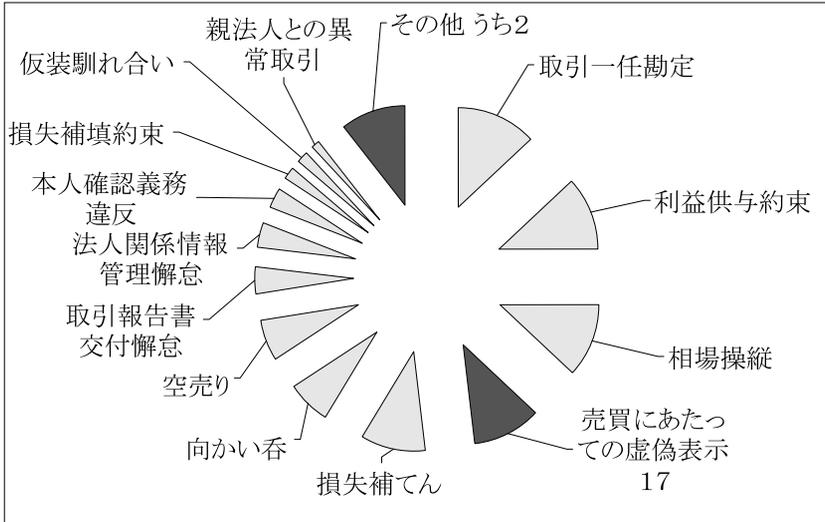
投資サービス業者の責任に関する英米の例を導

入するのであれば、私は、日本法との重複衝突が予想される信認義務よりは、説明義務や適合性原則に関する英米実務を導入するほうが適当であると思います。英米に信認義務による事後規制があることは当然ですが、それでは不足だからこそ、説明義務・適合性原則に関する事前規制の強化が必要とされたように思われます。貯蓄の投資化に伴う弊害を経験済みの英米に倣い、事後規制の設置に留まらず、不適切な販売の予防を図る事前規制を置くべきではないかと思えます。事前規制はコスト増や取引減を意味しますので、業界からこういう意見が出るとは思いませんが、学界から殆ど出ないのとは不可解です。

（図表7）

(3) 次に、行政処分に移ります。説明義務・適合性原則違反の処分件数は今のところ限られています。スライドの色づけしている二箇所の一つに

(図表7) 行政処分 監視委員会勧告事案内容
(1992.7-2005.6 会社ベース167件)



「売買にあたっての虚偽表示」とありますが、その中で説明義務違反に若干関係あるのが一件、また「その他」に、二〇〇四年三月に株価指数オプシヨンの勧誘に関して適合性原則違反を問われた件 <http://c10hu6i5.securesites.net/kinyuu/syouken/2174syobun160312.htm>と、本年六月、投信乗換の勧誘の際に重要事項（行為規制府令十條八号）説明懈怠を問われた件 <http://c10hu6i5.securesites.net/cgi-bin/to.cgi?/kinyuu/syouken/mokuji.htm>とがあります。

(図表8)

自主規制機関（日証協）による規則違反処分については、説明義務・適合性原則に関連する規則や処分の内容をスライドに整理してみました。日証協の場合、従来どちらかといえば、監視委員会あるいは金融庁（関東財務局）が先行して処分を開始した事例に追加して処分する場合が多

(図表 8) 自主規制機関による処分

- 日証協「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」公慣規9
- 商品種別規制として、取引開始基準(5条。任意)、一部商品・取引につき、説明書交付義務および説明義務(6条から6条の3。様式任意)
- 顧客につき、顧客カードを用いた情報取得(4条) → 制裁をとまなう明確な義務ではない
- 会員処分 法56条・定款25条、26条 (譴責・過怠金・会員権の停止制限除名。 勧告。 その他、独自処分)
外務員処分 法64条の5 (業務停止、資格剥奪)

かったようで、先ほどの二件も、関東財務局検査が契機となったものです。なぜかですが、アンドリュー・パーデックというアメリカの弁護士(日系人の方が、書かれた日本語は完璧です)が『証券取引勧誘の法規制―「開示義務」と「説明義務」を越えて』という、大変面白い日米比較の本を出されています。この本は、日本で監視委員会や日証協の処分が少ないのは、恐らくそういう処分の機会をアメリカのNASDのように利用しない、とりわけ、お客から通報が来ても紛争解決処理センターに回してしまっからではないか、とっています。基本的に文書情報を判断根拠とするしかない私には、こういう問題の可否の判断は難しいのですが、たしかにNASDは、半年に一度ぐらいの頻度で適合性原則違反の処分を出していますし、SECはまずそういう処分に携わらないので、NASDが独自の処分を活発に行っている

ると思われます。

3. 以上、説明義務・適合性原則につきまして、現行の法規、裁判例、学説、行政処分、自主規制機関の処分、と駆け足で見えてまいりましたが、特徴と思う点を述べてみたいと思いません。

まず第一に、日本では、この問題について裁判所が圧倒的重要性を持っているということです。エンフォースメント強化の時流なので、今後は変化はあるかもしれませんが、今まではそうであつたということです。ところが、その裁判所が、新種商品や新種取引、および、一般投資家の増大、といった状況に直面して、判例ルールの近々のうちの確立はとても望めなさそうだということがあります。

第二に、説明義務や適合性原則に関する規制が

単発的であり、また実効性に欠けるということがいえるかと思ひます。説明義務については、法律（金販法）で説明すべきとされる「重要事項」の内容がごく限られたものに留まり、それ以上の説明は民法上の義務と考えられており、商品種類ごとに説明すべき事項を具体的に規定することをしていません。また、適合性について、顧客情報の取得自体は要求されるのですが、取得できない場合には売ってはならない（売るにしてもロースク商品に留める）という義務を一般的に課すことはしていません。そもそも、証取法や金販法上の適合性原則に係る規定は民事賠償の根拠となりません。

こういった問題が投資サービス法で手当てされるかといえは、あまりされないうです。では、何が投資サービス法に書かれるかに関する推測が、これから申し上げることです。

三、金販法と投サ法における説明義務・適合性原則

1. (図表9)

投資サービス法に関連する議論ないし作業は、実は相当長い期間に渡って行われていきます。ここに挙げた表は私が作ったもので、公式な表その他の整理を踏まえたものではありません。

開始時点としては、九七年に始まった「新しい金融の流れに関する懇談会（流れ懇）」あたりがそれと一般に理解されていると思います。それ以前（日本型ビッグバンの時期）には、アメリカが包括協議で要求した内容を国内法化する作業が猛スピードで進行していました。その後、もちろん、不良債権処理や各種の不祥事事件、さらに官庁再編ということが重なったのですが、それにし

(図表9) 金販法と投サ法における扱い投サ法への10年間

第一期 (1997.9～98.6)	第二期 (1999.7～99.12)	第三期 (2002～05)	第四期(2005 初夏～06?)
新しい金融の流れに関する懇談会	中間整理(第一次、第二次) ホールセールリーテイルワーキンググループレポート	第一部会による審議(03/10頃から)、投サ法検討を求める衆参院附帯決議(04初夏)、1999中間整理抄(04年12月)、預金保険問題再出(05年4月28日)	
論点整理(1998.6)	金融商品販売法(2000.5)	中間整理(たつき台2005.5、最終版2005.7)	投サ法予定(2006 or 7)
ポスト日本型ビッグバンの構想	日本独自の規制開始横申論と金サ法の模索・英リテール規制の充実・金融機関破綻と不良債権問題の深刻化	証取法を投サ法に・EU新投サ指令・不良債権問題最深化→半減達成(ゼロ金利・税効果・メガバンク化・他業進出)	

ても、実に十年近い時間が経過しています。

第二期として、一九九九年辺りがあります。このときにも「中間整理」というものが出ております。きょうお配りした「中間整理」と紛らわしいですが、別物です（もつとも、この時点での議論や資料で現在も利用されているものは少なくありません）。この時点では、金融サービス法、要するに、銀行や保険も巻き込んで包括的に、という前提で議論されてきました（「流れ懇」がもともと、そういう前提のものでしたし、この時期にできた金販法は、預金や保険をカバーしています）。この時期には色々な基礎的検討もされていて、その中に「ホールセールリーテイル・ワーキンググループレポート」というものがあります。これは、若手の学者や弁護士が中心となって作ったもので、経済自由主義的というか、伝統的な顧客保護からかけ離れた考えが一部、強く出されています。

す。ところが、その後、イギリスでFSA規則、あるいはヨーロッパの方で新投資サービス指令などが出てきて、それらは相当に個人投資家保護が手厚いものとなっています。

なお、この第二期の末には金融商品販売法が出ています。説明義務・適合性原則にとって、関わりの深い法律ですが、しばしばザル法（重要事項の説明がなかったことを原告が立証せねばならないこと、また、元本割れといつてもリスクの程度は商品により様々であるが、その区別が要求されていないことなどが指摘されています）といわれるように、課題を残した法律です。ちなみにどのくらい利用されているかというと、データベース等で見ると金融商品販売法を適用して投資家が勝った事例は一件、東京地判平成一五年四月九日、マイカル債の事件ですが、それ位です。金融商品販売法だけでは足りないので、投手法での手

当てが必要と思われるわけです。

さて、第三期はどうかです。この時期は、不良債権問題が悪化し、二〇〇三年春に市場が底を打ち、それからわずかの期間に（ゼロ金利とか公的資金とか税効果会計とかメガバンク化とかの政策と同時に）不良債権半減目標を達成した時期です（銀行は、低収益構造という問題は解消していないため、預金から投資への流出を回収し、また収益性の高いリテール業に軸を移すためにも、他業進出に係る利害が特に大きいと思われる）。投資サービス法という話が新聞等に載るようになり、また審議会での審議が始まったのは二〇〇三年の秋頃です。二〇〇四年夏には投資サービス法の検討を求める衆参院附帯決議があり、また、同年暮れ頃には先ほどの九九年の「中間整理」や資料を審議会の資料として出し、議論を進めています。二〇〇五年五月に「中間整理（たたき台）」

が出され検討の上、同年七月に完成版が発表されました。

この第三期においては、「金融サービス法」ではなく「投資サービス法」として証券問題に限る（預金保険はカバーしない）ということが当初了解されていたと思います（名称からして、そうです）。しかし、二〇〇五年四月二十八日に預金保険問題を展望として入れるかという提案がなされ、「中間整理」でも販売勧誘の点について預金・保険を一元的に扱うとされています。また、当初いわれていた二〇〇六年中の成立は難しく、もう一年要するのではないかという意見を散見します（もともと、投サ法級の立法について、国会提出予定一年前を切った二〇〇五年七月に抽象的な「中間整理」が出ている状況は異常と思えます。審議会の意見を実質的に汲むならば、この日程で間に合うとは思えません。また、業界が意見を述べたり

準備したりするには、相当に具体化した草案が示されている必要があります。イギリスFSAの規則（金融サービス市場法がごく大枠を示すに過ぎないので、わが国では法律に相当するような内容を扱う）制定手続では、EUの締切との関係上、厳しい締切が課されていますが、ほぼ完成した草案を示した上で業界意見を徴集し、それを踏まえた見直しを実質的に行う手続を欠かしていません。わが国も、府令に内容および手続の重点を移せないのでしょうか。以上がこの一〇年間の流れということですが。

二〇〇五年の「中間整理」は、こういった長く複雑な経緯を踏まえているので、初めての人はもちろん、経緯を知る人にとっても、どういう言葉を用い（そもそも、金融サービス法が投資サービス法か）、またどのような了解で語ればよいか、難しいものとなっています。

2. (1) 「中間整理」を具体的に見ていきたいと思えます（注、講演会では五月版を用いたが、ここでは最終版に従う）。目次を見ますと、「はじめに」に続き、I 投資サービスの対象範囲、II 規制内容、III 集団投資スキーム（ファンド）、IV 市場のあり方、V ルールの実効性の確保（エンフォースメント）と全部で五章あります。このうち、説明義務・適合性原則に最も関係するのは、II 規制内容、ですが、第一章にも若干関係する記述があります。また、第五章の「民事責任規定」もエンフォースメントの一環として挙げられたものですが、行為規制への民事上の効果の付与について述べる箇所（前出）は関係がありません。

そこで第一章から順に見ていきますと、まず、証取法を改組して投付法を作る（二頁）、販売・運用について包括枠組みを作り、金販法も統合す

る（七頁）、銀行法、保険業法も販売・勧誘等について投サ法との一元化を検討する（七―八頁）。先述の今年四月の提案を受けた部分です）、勧誘と助言との関係については引き続き検討を行うものとする（九頁）。

最後の「勧誘と助言」の点を除いては、内容自体は自明と思われれますので、「勧誘と助言」の点についてのみ敷衍したいと思えます。ここにいう「助言」は、投資顧問による契約上の役務として行われる助言を想定していると思われれます。また、「勧誘」は、投資顧問契約のような関係を前提としない販売にあたってなされるそれを想定していると思われれます。投資顧問契約があれば、助言者に信認義務を認め、販売や売買注文の受託の場合よりも、説明程度や適合性判断の程度を助言者に厳しく求めることが可能です。

「助言」と「勧誘」との間には、投資顧問契約

の有無という決定的な違いがあるので、「関係について、どのように考えるか（中間整理「たたき台」での表現）」と聞かれても、「無関係です」と答えるのが常識的な解答かと思えます。ところが欧米では、勧誘行為に対する規制強化を進めており、その一環として、販売に際してなされる勧誘について、助言者のそれに倣った義務を業者に課すべきとする傾向が見られるようです。

(a) まず、本日講演の冒頭で述べた欧州新投資サービス指令が、リテール顧客に対する助言にあたり、通常いわれる要件すなわち顧客の投資目的や投資経験などに加えて、財務状況に関する情報を取得することを義務づけています（十九条四項）。ここにいう「助言」が投資顧問によるものであれば、驚くに値しません。販売に当たったの説明も、当該投資家に向けて行われたものであれば、「助言」にあたる（CESR

Consulatoin Paper Ref. CESR/04-562 (Oct. 2004) at 15) されています。要するに、販売勧誘にあたり、財務状況調査という、投資顧問業者並みの義務が課されているようなのです。

(b) 次に、ある審議会委員が提出した中間整理案に対する意見書（淵田 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20050707_d1sir/06.pdf）は、次のようなアメリカの事情について触れています。アメリカでは、ブローカーに対する投資顧問業法の適用免除というSEC提案(ReI. 34-42099)が過去に出され、証券ブローカーの販売勧誘における助言活動を投資顧問業法の適用除外とする要件の明確化を提案しています。(この四月に ReI. 34-51523 最終規則が採択された)。いずれにしても、かなり長い間、決着がつかずに棚上げされてきた問題です（参照、「証券営業部員とア

ドバイザー 投資家保護へ統一規制を」日経金融新聞二〇〇四年一月二六日七頁)。なお、右の意見書は、ラップ勘定などで助言と勧誘とを区分することは難しく、仮に勧誘が助言に該当として、投資顧問として（資産運用の場合と同様に）受託者責任を問われるとすれば、同責任の内容に不明が多いことから問題であるとしています。

(c) 審議会議事録を検索する限りでは、「勧誘と助言」の問題につき審議会で実質的に議論したことはなかったように思われます。また、右の欧州やアメリカの事情は、広く知られているとはとても思えない上に、さらっと説明して了解できるとは思えないものです。「勧誘行為と助言行為の関係について、どう考えるか」と問いかけて、どう回答が期待されていたのかなと思います。かといって、「特に意見なし」と

して下駄を預けてもらうには、あまりに実務に大きな影響を与える問題でないかと思えます（ありそうな帰結は、現状を変えない、つまり、投資顧問に倣った規制はしない、というものです）。

(2) 第二章に移ります。ここでは、①受託者責任を具体化した義務、②広告規制（説明や適合性原則の問題を含むほか、不招請勧誘規制についても触れる）、③プロアマ区分、が扱われております。説明義務・適合性原則を直接に扱つのは②ですが、①はその理論的根拠となり、また③投資家の属性によって説明義務・適合性原則を含む行為規制適用の減免を行うものなので、いずれも説明義務・適合性原則に関係があるといえるものです。

まず①の受託者責任を具体化した義務について見ていきたいと思えます。「中間整理」の一二頁最下段に「四、行為規制」とあり、次の二三頁に

「(2)投資家保護規定の拡充」というところに、(A)「受託者責任については、英国金融サービス法のもとで、金融サービス業者が誠実義務や公正義務などを義務づけられていることやIOSCO等の国際機関の原則なども踏まえ、業務上の義務として、誠実・公正義務や善管注意義務を投資サービス業者に義務づけるほか」(B)「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」を規定すべきとあります。

予め結論を述べれば、(A)の部分は、実質的に現状維持、(B)の部分も運用・助言業者にとつてはほぼ自明の義務に留まり、これ自体では、現状の義務を大きく変えるものではないであろうと思えます。業者の義務が実質的に重くなる一つの可能性としては、(A)ないし(B)の義務に民事的効果が付与され、かつ、従来の民法で救済されたよりも広い

範囲をこれらの義務がカバーすることを明記するか、そのように解釈される、といった場合が考えられます。しかし(B)はともかく、(A)のように広い範囲を強行法規とすることは恐らく無理で、場合を限定するか、さもなければ任意規定に留まるのではないかと思われます。業者の義務が重くなるその他の可能性として、さきほど中間整理の第一章の「勧誘と助言」で述べたように、販売業者の勧誘を投資顧問の助言と並んで規制する場合が考えられます。その場合、販売業者にここに挙げられた四つの義務を含む信認義務が課されることとなると思われます。

具体的内容について見ていきたいと思えます。まず(A)についてですが、誠実・公正義務は、今でも証券法三三条にあります。また、「IOSCO原則を踏まえ」の箇所については、次のような問題があると思えます。二〇〇四年の欧州新投資

サービス指令の前身は、現行の投資サービス指令で、これは九三年に作られています。この現行指令はIOSCO原則をそっくり含んでいます。それだけでは抽象的に過ぎるので、新指令で説明義務・適合性原則について具体的規定を補充しています。中間整理が「IOSCO原則」と同程度の一般条項の導入を考えているのなら、欧州が一〇年以上前に導入し、かつ既に機能不足と見るものを、わが国では「投資家保護規定の拡充」として挙げることとなります。善管注意義務についても、前述のように、現行民法よりも強力な民事責任追及の手立てとなることが明らかにならねば(あるいは、行政処分や日証協内部処分が活発化するのなれば)画餅に終わると思われれます。

次に(B)(資産運用・投資業者の四つの義務)ですが、先に学説(一)・(二)の個所等で述べたことと重複しますが、資産運用・助言業者につい

ては、この四つの義務を含む商事信託法（案）の規定を適用しても従来の法理との抵触も少なく（一）任勤定禁止が長かったこともあり、とくに投資顧問のほうについては裁判例が限られるので）、性格的にも馴染みやすいと思います。繰り返しますが、私が懸念するのは、販売業者と助言業者を包括して規制することと万一なった場合に、販売業者に課される信認義務についてアメリカ判例が参照されることによる混乱です。

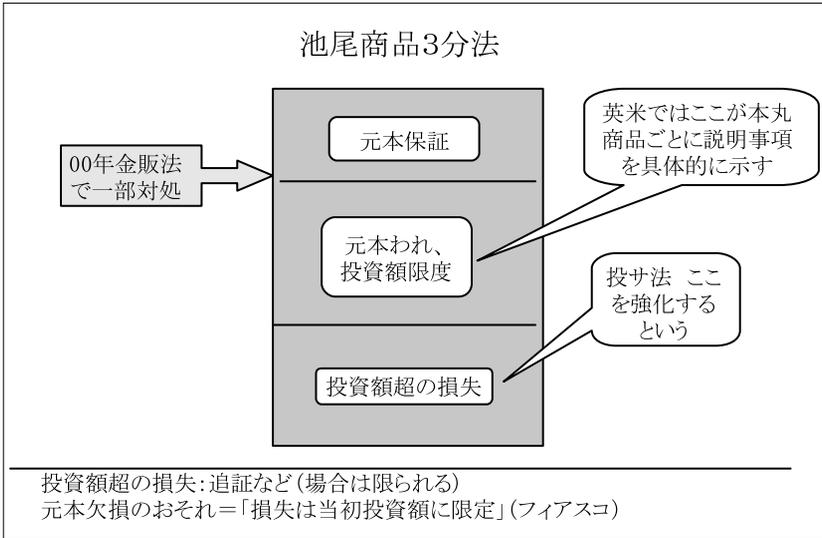
一般論として、中間整理は、信認義務に基く事後規制（「受託者責任を具体化した義務」）の導入に積極的という印象を受けます。たしかに事後規制は当初コストが低く済むので、導入しやすいと思います。が、ひとたび訴訟が多発する状況となれば、その予見可能性の低さといまち、却って高くないかと思えます。

(3) 第II章の検討を続けます。先に②広告規制

（説明義務や適合性原則の問題を含むほか、不招請勧誘禁止についても触れる）とした部分で一三頁下から一五頁上までの一頁強の箇所です（ちなみに、イギリスのハンドブックではCOB3が financial promotion を、COB5 が advising and selling を扱っており、説明義務・適合性原則は主に後者で規定されています）。広告規制は典型的な事前規制で、やり方次第では強烈な効果を持ちますが（たとえば、イギリスでは過去に未開示商品の不招請勧誘を禁止したため、事実上、一般投資家への販売が禁止されていた）、ザル法にすることも簡単です。投サ法は果たしてどちらでしょうが。

中間整理は冒頭で「このほか、表示事項も含めた広告規制について規定を設けるとともに、各種の手数料の開示についても義務づけを行うなど、投資家保護の強化を図るべきである」とします。

(図表10) 審議会等での商品・顧客区分案(1) 英米の規制ポイントからのずれ



しかし、審議会の議事録を見ると、池尾委員が以下に述べる案（池尾三分法）を提示し、「それは規制の実質が欠ける」という意見を含む疑問が出た（区分の技術的困難を指摘する意見（高橋（厚）。三月一六日開催分）のほか、消費者保護志向の強い委員（高橋（伸）・原。五月二七日開催分）や新規参加した委員（和仁。六月二八日開催分）による意見があった）のですが、それらは中間整理（最終版）では一行に片付けられ（中間整理一四頁の「元本を超える損失のおそれがある場合について配慮すべきである」との意見が多く、このような意見も踏まえ検討を継続すべきである）、よほどの事情がない限り、池尾案が採られることになるという印象を受けます。

(図表10)

二〇〇五年二月八日の審議会で提案された池尾案は、投資商品を三つのカテゴリーに分けていま

す。第一が、元本保証というカテゴリです（こ

こでは「元本保証型」とします）。第二が、元本割れの可能性があり、損失が投資額限度というカテゴリです（「パートノイ型」とします。理由は後述します）。それから、投資額超の損失が出る可能性のある取引というカテゴリです（証拠金のレバレッジ倍率の想定元本を差金決済する取引」というのが洗練された表現でしょうが、以下では「追証型」とします）。そして、これらのリスクの違いに配慮し、とくに「追証型」について規制を強化しよう、という提案です。私は、それ自体については反対はないのですが、しかし、三つあるカテゴリの中では「パートノイ型」が実際には最も重要な類型であり、そこに規制の主力を注ぐべきだと思います（そもそも追証型取引は、株式なら信用取引、それ以外は金先法で、個別対処できるのではないかとも思いますが、疑問

を示すに留めます）。

池尾案を初めて読んだときに、モルガンスタンレーに勤めていたパートノイという人が書いた「大破局—フィアスコ」という本を思い出しました。その本には、「投資家の損は当初の投資額に限定される」という販促書類のリスク警告を、同社セールスマンが物笑いの種にしていることが書かれています（訳本六六頁）。実際、パートノイ君が売っていた価値ゼロとなることもしばしばのハイリスク仕組み債（機関投資家向け私募と推測されます）も、トリプルAの債券も、また、上場一部株式もグリーンシート株も、すべて「パートノイ型」に入ります。「元本保証型商品・パートノイ型商品・追証型商品」の三つのリスクの程度に配慮して検討が続けられた結果できる投サ法は、右のセールスマンとそれと同じ笑いをわが国リテール業者に誘うかもしれません。もちろん、

裁判所による説明義務・適合性原則違反による救済はあり得、その際に、受託者責任を具体化した一般規定が若干役立つかもしれませんが、金販法がザル法だといわれている現状を目立って改善するものではないように思えます。

今日は立ち入れませんが、アメリカのNASDの自主規則も、イギリスのFSA規則も、リテール販売については、「パートノイ型」類型の中で、商品のリスクの程度に応じて説明義務や適合性判断の程度を違えています。規制の主力はここに注がれるべきであり、金販法のように元本割れを警告するとか、追証型の場合に適合性審査を厳格化するとか不招請勧誘を禁止するといった、いわば周辺問題の検討に専念するのは適切でないと思います。

ともあれ、中間整理からは、すでに金販法が元本保証と元本割れとの二つに商品を分け、元本割

れ商品の場合にリスクの存在その他の重要事項を説明し、その説明の懈怠のある場合には金販法上の民事責任を問うているところ、投サ法は、ここに追証型に対する規制を加える、その程度のものとなるように思われます。仮にそうすると、「パートノイ型」商品は、金販法の要求する程度の説明で販売できるように思われます（先述のように、民法に基く裁判所の救済は引き続き与えられると思いますが、この点について、次のプロアマ問題の項も参照ください）。

投資サービス法の一般投資家保護がそこまで弱いことが本当にあり得るのか、と思えますけれども、中間整理の文面からは、それぐらいしか読み取れないのです。「法制局審査などのハードルのある」立法では『パートノイ型』商品の事前規制は立法技術的に難しいのでできないが、府令あるいは自主規則で英米並みにしっかりやる」という

ことなのでしたならば、以上述べたことは全て杞憂に過ぎず、素晴らしいのですが〔「追記」 金販法案提出に際して、野党修正案が二点提出されており、いずれも、説明義務の内容として一九九九年中間整理案にもあった「商品の特性及び仕組み」を加えるように要求していた。これに対し〕「金販法は」大変強力な民事効果を持つ（ので）・立法上は説明義務の範囲は元本割れと因果関係を持つ一定の範囲に限定する必要がある（あり）・金融商品の仕組みすべてについてそのような強力な民事効を付与することは、やや均衡を失する・・・しかし・・・法案の運用場面におきましては・・・重要事項を説明する際に、それに関連いたします部分については・・・商品の仕組みについて当然説明されることになると考えております。また、本法案における説明すべき事項に該当しなくても、民法の一般原則によりまして説明す

べきであると判断される事項は存在し得るわけ「でございます。」と答弁されている（福田誠政府参考人による説明〈http://www.shugin.go.jp/iddb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/000614720000519018.htm〉）。

(4) 第II章の検討の最後として、中間整理一五頁の③プロアマの区分があります。これは、行為規制の適用軽減ないし免除という形で説明義務と適合性原則に関わりません。プロアマという話については、議論を混乱させる要素がいくつもあると思います。少なくとも次の点を意識すべきと思います。

(a) 「中間整理」の一五頁にもあるように、現在はEU指令（二〇〇四年新投資サービス指令）のプロアマという区分が確立しています（EUプロアマとします）。ところが、日本では、右指の草案も出ていない一九九九年の段階で、先

述の「ホールセールリーテイル・ワーキンググループレポート」で、グループのメンバーである柳川意見およびレポート全体の意見として、プロアマ区分ということを言っています（柳川プロアマとします。なお時期や内容から見て、日欧の間に影響はないと見てよいかと思います）。

この柳川プロアマの考えは、プロアマの効果は明確（とはいえ、報告書にいう「取引ルール」がプロアマでどのように適用が異なるか不明など、詰めれば不明な点多い）なのですが、「プロ」とか「アマ」とかの定義をしておらず、当時わが国に既にあった「適格機関投資家」と「プロ」とを同等（ないし若干調整の上で同等）と解する余地がありました。ところが、EUプロアマは逆で、定義は明確なので（公募私募に関する区分とは別の区分で、「プロ」の範囲が私募投資家の範囲よりも狭い。ち

なみに、米国NASD規則も適合性原則の適用が緩和される投資家の範囲（機関顧客・NI-2310-2）を定義しているが、その範囲は、機関投資家私募に関するルール一四四Aは勿論、少数数私募免除規定であるレギュレーションDに比べても一部広い）が、効果がよくわからないのです（CESR助言による具体化や、今後の各国法化で明らかにされていくことですが、とにかく、新指令はプロに適用のない行為規制のいくつかを明示していますが、「プロはおよそ保護なし」とはならないと思われます）。

(b) 柳川プロアマという考えは、実務界に歓迎される考えであったように思われます。というのは、効果として、①「プロ」の投資家は、売り手による詐欺でもない限り完全に自己責任、②「アマ」のうち大方は「一般利用者」として、開示情報を得ればこれも原則として自己責任

(説明義務とか適合性原則を、当時の水準以上に売り手に重くすることはないと考えられる)、③一部の限られた「アマ」の投資家を「特定利用者」として、この者に対しては業者はリスク商品の勧誘を行わないものとする、と提案していたのです(推測ですが、富裕層や地方公共団体など、新種商品や取引を理解する能力に問題がある場合が多く、適合性原則の解釈の帰趨が予想しにくい者による賠償請求を封じる意図があったのではないかと思われます)。ところが、柳川プロアマの考えは、その後の審議会や資料(EUプロアマに関するものが多い)、さらに二〇〇五年の「中間整理」では影が薄くなっており、最終的には消滅する可能性もあるように思えます(ちなみに、柳川プロアマの考えには次のような問題点があると思います。①全体に投資家の自己責任を強く求め、過去の規制や英米

の例に比べ差があり過ぎ、現実の政策として無理がある、②「プロ」といっても、その能力資力は様々なので、売り手は一切責任なしと割り切るのは現実的でない、③「アマ」(一般利用者)について、開示があれば後は自己責任の問題とするのは、特に新商品の場合、現実的でない、④「アマ」(特定利用者)という層を規定することは困難であり、実際にはごく限られた層しか指定できないと見込まれる)。

(c) いずれにせよ、プロアマの区分および効果に関する了解を明確にしておかないと、EUプロアマと柳川プロアマのいずれを念頭に置いているかわからず、無用な混乱を招く元とされています。ところが仮にEUプロアマを念頭におくとすると、とくに効果の点で未だ不明な要素が多いので、議論をしかねるということがあります(中間整理でもプロアマ問題を敷衍しています

ん)。

今後、プロアマ問題を議論する場合、よほど効果についての了解を明確にせねば、投資家と業者との双方に不測の失望をもたらすと思います。

「効果」として、①投サ法上の行為規制等の適用軽減・除外の点はもちろん、②民法の適用がどうなるかを詰める必要があると思います。ちなみに、金販法では、民法の適用は投資家側に有利な方向にも不利な方向にも原則として排除されておらず、排除されるのは、あくまで金販法の規定と正面衝突する場合に限るようです。投サ法が、金販法と同様に民法の排除を行わない場合、プロとの取引について行為規制の適用を減免する意味はゼロではないにしても、業界が期待している免責内容とは全く違うであろうと思います(なお、裁判所が、プロである投資家の賠償請求を簡単に認めないということも考えられますが、ただ、本来

アマである者をプロに転換したケースでは、「免責狙い」という予断を裁判所に抱かせ得ると思います)。

翻って、投サ法が民法上の救済をもプロから奪い得るとすれば、業界にとって素晴らしい内容ですが、その場合、アマからプロへの転換の条件を含め、プロ認定が厳格に行われることが当然の前提となるでしょう。

3. (1) 以上、説明義務・適合性原則に関連する「中間整理」の記述を見てきましたが、その要約と、投サ法では結局、どの程度の義務が業者に課されると推測されるかについて、本日の講演のまじめに代えて述べたいと思います。

第一に、責任原理の根拠条文はともかく、責任の実質的内容については、投サ法は大きな変更を加えるものがあるまい、ということですが、「受

託者責任を具体化した義務」という箇所のことで、資産運用・助言業者については、信託義務上、一般に認められている四つの義務（善管注意義務・忠実義務・自己執行義務・分別管理義務）を、また、投資サービス業者全般については、誠実公正義務・善管注意義務を導入しようという提案の部分です。大きな変更があるとなれば、①善管注意義務あるいは忠実義務といった解釈の余地の広い義務について、民事賠償請求の根拠とした上で、アメリカ判例の考えを解釈として導入するか、あるいは、②従来の日本の民法の解釈を排除するか、のいずれかでしょうが、あまりありそうなこととは思えません。①については、仮にあつたとしても、強行法規として規定できるのかという問題があります。この点について「特別法として書く場合、強行法規として民事賠償の根拠とすべき」とし、たとえば投信法の中の公募投信につ

いては信託義務に関する規定を強行法規と解すべきという見解が示されています（神田秀樹「いわゆる受託者責任について―金融サービス法への構想」フィナンシャルレビュー五六号九八頁、一〇七頁（二〇〇一））が、投付法が投資サービス業者全般に課す誠実公正義務や善管注意義務は、一律に強行法規と解するには広すぎると思われま

す。
第二に、義務の内容を、説明義務・適合性原則に即して具体化した場合についてです。

まず説明義務については、既に金販法で元本割れのあり得る商品について重要事項の説明が要求され、その懈怠につき民事賠償が求められることとパラレルに、追証型の商品について何らかの追加規制（説明強化が適合性判断の強化と思われる）が求められると予想されます（池尾三分法）。「元本割れ追証非要求型」（「パートノイ型」）

について、商品の仕組み等に関する追加説明が重要事項とされることは、先述の金販法に関する野党修正案に対する政府説明などからも考え難く、また、商品の種類やリスク別にグループ分けし、グループ毎に説明義務の程度を変えろというイギリス規制のような法制も、法律レベルでは実現されそうもないという印象を受けます（投サ法本体でなく、府令あるいは自主規則でそういった義務が定められれば状況は一変するでしょうが、その可能性を示唆する話を聞いたことがありません）。

適合性原則に関連して、「勧誘と助言との関係」という論点がありました。これは、販売業者（一任勘定の設定や投資顧問契約はない普通のブローカー）に、顧客の適合性判断に係る義務の水準を高くする可能性を持つ議論であり、欧米ともにその方向へ動く可能性が窺われます。中間整理や審議は、わが国における方向性についてほとんど触

れていません。私は、「勧誘と助言」の再編制といった大作業ではなく、欧州新指令のように適合性原則を一部強化するという絞った方式を採用する方が実際的ではないかと思えます。再編制の場合、責任の重い助言へ勧誘をひきつけて考えることとなると思いますが、勧誘に関する解釈に比べて、助言（投資顧問）に関する解釈が、さほど発達していないと思われるからです。

第三に、説明義務・適合性原則を含む行為規制の適用の軽減・除外の基準となる投資家プロアマ区分制度ですが、投サ法の目指す方向が柳川プロアマとEUプロアマのどちらを基準とするか（そのほかの可能性もあるでしょうが、実際にはEUプロアマに相当に倣うことになろうかと思えます）、および区分要件と効果とを明確にする必要があると思えます。区分要件については、現在の法制中で投資家を区分する例である「適格機関投

「資家」に一致させるか、あるいは完全一致はせずとも連動した形とするか、あるいは、EUがそうであるように、完全に別物として定義するかを明らかにする必要があります。それ以上に大事なのが効果の点で、(a) 行為規制中でプロに適用されるのがどの規定か、また適用に修正があるとすればどうか、プロの中にも区分を設けるか（これらの点に関しては、現行のイギリスの制度が参考となります）を決め、さらに、(b) 民法に対して、その特別法として優先するのか、仮にそうでないとしても、裁判所による民法解釈に影響することがあるか、が明らかにされる必要があると思います。あくまで推測ですが、仮にプロアマ規制を導入する場合、(a) の点については比較的簡単にプロに対する行為規制の一律適用除外を定める一方、(b) の民法の点については、金販法と同様、触れないことにはないかと思えます。仮にこうなっ

た場合、業者側の免責規定としての機能は殆ど期待できないと思います。

(2) 最後に雑感めいたことを申し上げます。イギリス FSA 規則が万能とか、アメリカの NASD の自主規則が素晴らしいとかいうつもりは、ありません。しかし、これらの国では、冒頭で見ましたように、「貯蓄から投資への家計の移動」という経験と、新商品サービスの販売という経験との双方をわが国に先んじて持っており、その弊害を知るからこそ、現在の規制形態に至っているのだと思います。私が、イギリス規制を参考とした事前規制をわが国に導入することが適当と考える理由は、預金から投資への大移動に不可避免的に伴う、大規模な投資損失の緩和が、行政のなすべき施策と思うからです。自由化に一見逆行するようない般投資家保護のための事前規制（商品別説明義務の充実および適合性審査の厳格化、とくに財

務状況調査の義務化。国民の多くがハイリスク投資を断念するような、厳格な説明義務や適合性審査を要求)も、政策的には妥当ということにあまり疑いはないと考えます。

ところが、一〇年間に近い検討を経た二〇〇五年中間整理から推測される投付け法の一般投資家保護は、現在の裁判所による救済を中心とする構図を大きく変えるとは思えない、事後規制中心のもののように思えます。

現在の業界の競争は厳しく、当面のコスト増を免れない事前規制の導入に対して激しい反対が起こることが予想されます。しかし、事後規制中心という状態は、訴訟の帰趨の不確実性や心理的・金銭的負担に対してヨリ脆弱である個人投資家側はもちろん、業者の側にも結局、不利益となる可能性は高いと思います。先に、裁判例の箇所できとくに新しい商品についての裁判所の判断の予見

可能性が低いということを申しました。過去の他社株転換権付社債(EB債)の例など振り返ってみるに、やはり他社が大幅に売り出していけば、自社も売りたいというのは当然のことと思います。そうした場合に、他日、訴訟で負けない程度の節度を持って各社セールスマンが販売できるかといえ、なかなかそうではないと思います。金融庁と日証協とのどちらが主導する形で行うにせよ、説明事項の標準化や適合性判断要件の具体化を、統一的に行う方が良いのではないかと私は思います。

たしかに、証券取引法規や日証協規則を形式的に遵守すれば、絶対に訴訟に負けないという保証はありません(金販法の「重要事項」を告げれば必ず免責されるわけではなく、それ以上の説明を行わねば、不法行為責任を問われる可能性があるのと同じです)。しかし、その遵守の事実が裁判

にあたり有利となるでしょうし、また、度を越した販売圧力が業界全体に醸し出されることの予防となると思います。新商品サービスの販売に投入するはずのエネルギーの一部を、別の領域、とりわけ、退職金等のまとまった資金の運用相談や、預金から投資への移転を考えている新規顧客の開発などに振り分ける方が、企業維持の観点からも優るのでないかというのは、我田引水の謬見でしょうか。

以上、甚だ雑駁かつ長くなってしまいましたけれども、これで終わらせていただきます。

若林常務理事 青木先生、どうもありがとうございました。ありがとうございました。

今、投資サービス法との関連で、説明義務・適合性原則についての興味深いお話を聞かせていただきましたが、せっかくの機会でございます

で、何かご質問等ございましたら、また若干お時間いただいておりますので、お受けしたいと思います。いかがでしょうか。

質問 投資サービス法の審議のワーキンググループにはどうの方が入っているのでしょうか。例えば、証券業界とか実務者レベルの方も中に入って審議されているのでしょうか。何となく学者さんが海外の真似だけをしてつくっているような感じがしなくてもないのですけれども、実務者レベルの方がどの程度入っているのかお教えいただければと思います。

青木 九九年のワーキンググループに関してはまさにおっしゃるとおりでした。私がさきほど「経済自由主義的」と言ったところですが、ちょうど半分が学者、半分が弁護士でした。ただ、オブザーバーとして、大体三分の一ぐらい実務の方がいらっしやっていますね。だけど（オブザーバーだ

からでしょうが)、実務離れた変な話になっても「ちよつと変だよ」と止めることはしない・できない、そんな感じだと思えます。

私も、グループに半分ほど、実務の、それも三十代ぐらいの若い人が入れば、どれだけよくなるかと思えます。大変もつたないことだと思いません。

質問 明日から施行される金融先物取引法について、お聞きしたいと思います。この金融先物取引法が、投サ法の中でどういうカテゴリーで扱われるのか。金融先物取引法では、電話勧誘などに関して規制がかかっていますけれども、これらの行為規制がどのように投サ法に関連してくるのかかということをお聞きしたいと思います。

青木 これもいろいろいわれているところです。先ほど申し上げたように、不招請勧誘とか電話勧誘の禁止、そういうことが新しく入っております

ね。あれを投サ法に全部そのまま持つてくるかかという、それはちよつと無理でしょう。というのは、金融先物は比較的リスクが高いから、そこに合わせてルールを作ると、ちよつときつ過ぎる。だけど、金先で使っているアイデアを投サ法に相対に持つてくることは十分あることだと思えます(追記、大森泰人ほか「投資サービス法の先駆けとしての金融先物取引法改正」週刊金融財政事情二〇〇五年七月一日号二八頁以下を参照)。若林常務理事 そのほかにございませんか。それでは、私から一つ質問させていただきたいと思えます。

これから金融商品の開発は速いスピードで進んでいくと思えます。そういうことも念頭に入れて投資サービス法を整備しようという議論が起こっていると思うのですが、いわゆる法律的な行為規制について、先生の方のお考えでは、行政当局も

しくは自主規制団体が、規制をつくって、その規制のもとで業者の皆さんがそれをきちんと守られるということの方が、業者自らが経営体の自己責任として何らかのルールを自社でつくっていくより、相対的に効果的ではないかということを最後の結論のところでも述べられていたように思います。ただ、新たにほとんど新商品が開発されてきますと、どうしてもそういう行政の規制や自主ルールは後手に回る可能性がありますので、そういうことを考えますと、先端的な新しい仕事を推進していく場合においては、自分のところで自ルールというようなものを作っていくことの方が業務を適切に進める上では有効ではないかとも考えられるのですが、この点については、どのように議論を整理すればいいのでしょうか。

青木 おっしゃることは、わかります。新しいことは、うまくいくか、いかないか、わからない。

だから、ホールセールをやる社は、ものすごい額のリスクをとる。ホールセールに限らず、リテールについても、新商品販売について、「裁判で（説明義務違反とか適合性原則違反で大量に）負けるかもしれない、でもやってみる」という判断もありだと思えます。でも、それは大手ができる贅沢であって、中堅・中小の社がなかなかできることではないと思えます。

若林常務理事 それでは、ほかに御質問もないようですので、今日の講演会はこれで終わらせていただきます。と思います。

青木先生、どうもありがとうございました。

（拍手）

（あおき ひろこ・千葉大学助教授）

青木浩子氏

略 歴

- 昭和63年3月 東京大学法学部卒業
平成2年3月 東京大学大学院法学政治学研究科（修士課程）修了（修士（法学））
平成9年12月 米国ペンシルバニア大学法学校博士課程修了（S.J.D.）
平成10年2月 東京大学大学院法学政治学研究科（博士課程）修了（博士（法学））
平成10年4月 千葉大学助教授法経学部採用（商法）
平成14年9月 マックスプランク国際私法研究所（ハンブルク）客員研究員としてドイツへ出張（平成16年9月帰国）
平成16年4月 千葉大学大学院専門法務研究科（助教授、商法）（現在に至る）

その他活動

- 平成13年11月 金融庁金融審議会金融分科会第二部会委員（平成14年6月まで）

主要著書

- 「新パーゼル合意と資産証券化」有斐閣（平成15年7月）
「国際証券取引と開示規制」東京大学出版会（平成12年8月）
なお、「国際証券取引と開示規制」は、平成14年1月に大隅健一郎賞を受賞。