

米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆（上）

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・内閣府令に委ねた部分が多い（「はじめに」を参照。適合性原則関連規制の紹介と検討を行った結果、一回分の長さとなったこととお詫びしたい）。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参考として紹介したい（次回）。前者は主にわが国自主規制機関の活動および業者社内基準の、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の解釈の参考となろう。

目 次

はじめに

1. 金融商品取引法のリテール規制

(以下、次号)

2. 本稿の検討対象および既発表の研究

I. リテール業務に関する NASD 規則の解釈および処分

II. 金融商品販売と受託者法理に関する裁判例

III. 考察

はじめに

化に照らしても、法律の実質的内容を政令や府令あるいは監督指針等（以下、政令等とする）で規定する傾向が強まること自体は不可避である。しかし、その度が過ぎると、本法の主要な利用者（業者や投資者）の利害が反映されず、法が空疎化するであろう。

1. 金融商品取引法のリテール規制

1.1. 金商法制定過程の特徴

2006年6月7日に成立した¹⁾金融商品取引法（金商法）は、その実質的内容の定めが多くを政令ないし府令に委任しており、法文だけ見ても不明な点が多い。なるほど、規制対象の複雑

筆者は、金商法の主要な内容の一つであるブローマ区分規制について、ほぼ同時期に進行していた英国金融サービス機構 Financial Services Authority (FSA。金融庁の略称も FSA

であるが、本稿ではFSAとする場合、英国の機関を指すこととする)の規則制定過程も検討した(本誌53号127頁, 54号19頁)が、日英の立案過程には次のような相違があるという印象を持った²⁾。

(i) コメントの述べやすさ

英国では、パブリックコメント徴求の際に示される内容が具体的である³⁾。立案段階での目的や手法が明確なほど、関係者がコメントを出しやすく、また、施行前後の混乱が少なくなろう。わが国の場合、立法目的や手法と草案との関係がわかり難く⁴⁾、また、論点(動機や選択肢)が不明確なため、コメントする意欲を殺いでいるように思われる⁵⁾。この問題は、次の(ii)のタイミングの悪さという問題にも共通する。

(ii) 民間の立案関与の程度

英国では、業者や消費者団体の関与が活発かつ実質的であり、協議書でも可能な選択肢から決めていこうという姿勢と時間とが持たれている⁶⁾。わが国の場合、金融庁総務企画局の案が基調となり、審議による変更は限られ⁷⁾、要するに審議の空疎化が目立つ。

金商法については、「中間」整理とか「たたき台」といった名称に示唆されるように、照会内容が抽象的なため、立法目的や手法を理解した上で意見を述べるのが困難である⁸⁾。時間的にも、法案の国会提出(2006年3月)の8ヶ月前に「中間整理」、3ヶ月前にそれを踏まえた一般の見解を示す「第一部会報告書」が提出される状態にあった(一方、金商法の分量から逆算して、提出の半年以上前には内閣法制局審査に付す草案が存在していると思われる⁹⁾)。実質的審議どころか、事後承認的な判断すら定期的になし得ない審議会なら¹⁰⁾、よく言われる

「立案責任の回避」という存在理由にすら値しないであろう。

(iii) 実施までの時間不足

英国では規則遵守に必要な期間を十分かつ柔軟に取る¹¹⁾ほか、実施に際しての疑義に対して指導・回答している。また、財務規制についてであるが、業者が独自に(もちろん、業界水準となる最低限のルールを遵守することは前提の上で、それを上回る、あるいは処方のない規律を自主開発するということである)リスク管理原則を確立し、監督機関の了解を得ることが奨励されており、横並び的な対応には否定的である¹²⁾。

翻って近時のわが国立法(平成17年会社法や金商法)では、制定された法律の完成度が低く、施行直前に関連政令等が発表される状態にある。結局、業界でひな形等を作るか、金融庁から情報を得られる法律事務所のサービス等¹³⁾を利用して対応せざるを得ない¹⁴⁾ようである。また、このような状況下での実施であるため、大幅な経過措置を設ける(会社法の場合)か、誤解や懈怠への制裁を控えざるを得ないとすれば、法律が形骸化するおそれがある。

(iv) 立案資源配分の適正

英国では、経済実質や民間需要が規則制定の優先度に反映される。具体的には、保険商品に関わる財務規制および販売方法に関連する規制に重点が置かれてきた¹⁵⁾。翻ってわが国では、金融庁以外の監督機関との権限分配や、銀行の業務範囲拡張に関連する問題に立案資源が最優先で充てられる¹⁶⁾反面、投資家保護に関わる内容の検討は限られる傾向にある。わが国限りで見れば、たしかに一昔前に比べて一般投資家保護は強化され、また、形式的法制からの離脱方針が「柔軟化」「柔構造化」¹⁷⁾という表現で強

調されている。だが問題は、今後の「貯蓄から投資へ」¹⁸⁾の傾向に照らして十分かである。

これらの状況は、立案担当者側のみに起因するわけではなく、業者や消費者保護団体、法曹といった民間関係者の規則制定への関与の消極性¹⁹⁾も与っており、立案方式変更だけでは解決しそうもない。しかし、上の(i)や(iii)の点は変更を望み得よう。法案提出の数ヶ月前には内閣法制局の審査に草案を付す関係からも、法案提出の半年前頃のコメント徴求や審議については、明確な論点を示すことが「できない」のではなく、この時点で変更があると法案提出が困難となるから「ださない」のだと思われる。これが誤解でないならば、(a)合理的に審議可能な日程（審議を法制局提出の半年から1年前に集中させ、その際にテーマ別に論点を、具体的な選択肢を示しながら規制枠組みに即して示し、決定の実質化を図る）を組み、ほぼ固定した学識経験者・業界代表だけでなく当該問題の専門家²⁰⁾複数に参加・発言するように配慮するか、さもなくば、(b)審議会を回避し、政令等に実質的内容を移す一方、規則制定の際のパブリックコメント手続を充実し、民間の関与・周知の機会を確保する（この場合、法律の成立から政令の施行まで、相当の期間が必要となるので、段取りよく進める必要がある）のが筋であると思う²¹⁾。以上は、金商法に限らず近時の経済関係立法について感じる問題であるが、以下では金商法中のリテール規制に限った問題について述べたい。行為規制全体に関する問題点と、説明義務・適合性原則に関する規定の具体的問題点とに分けて述べる。

1.2. 金商法リテール規制の問題点

1.2.1. 行為規制全体の問題点－立案が形式的である

金商法の行為規制と相当の英米の規制とを比べると、わが国規制からは、立案専門家が（政治家等の金融の非専門家への説明の便宜や立案上の技術的約束を重視し、場合によっては実体を形式の方に合わせ）選ばれた論点を元に起案されたという印象を受ける。一方、英米規制からは、実務感覚のある者が現状に照らした規制を設け、静的整合性よりは動的な機能を重視しているという印象を受ける。要するに、法制が形式的か実質的かという違いを感じる。形式的というわが国法規の特質は、金商法の中でも投資家保護規制に顕著であり²²⁾、開示や自主規制機関に関する規定など、不祥事発生により後から追加された論点についてはさほどでもない。

法制が形式的か実質的であるか、換言すれば、導入が官主導か民主導かは、各国事情に根ざすため自由に選択できない上に一長一短がある。しかし、法制の特色を知り、弱点に対処することは可能であろう²³⁾。英国規制や本稿で紹介する米国自主規則は理由づけに乏しく対応が単発的といった欠陥が目立つ一方、形式的法制は、問題の一部に緻密に対応できる反面、現実の問題捕捉が不得手と思われる。以下、例を挙げた上で考察してみたい²⁴⁾。

金商法は、リテール規制の主体を四分（移行可能なプロおよびアマを中心とし、移行不能なプロアマ類型をその周辺に置く²⁵⁾）、客体を三分（金販法で規定される区分である元本保証商品のほか、元本割れ商品と追加投資を求められ得る商品とを二分する）した上で、業者の行為全体について受託者責任を認めている。審議会シニアメンバーが当初からこの枠組みを講演等

も繰り返している²⁶⁾ことから、立案担当者は当初からこの枠組みに沿って立案する意向を持っていたものと推測される。

ところで、英国のFSA規則も以下で見る米国のNASD規則も、わが国規制とは相当に異なる。主体区分について見ると、区分の枠が少なく²⁷⁾、区分要件の拘束性が低く、区分間移行も認められやすい。英国の協議過程で重点が置かれた内容は、区分そのものよりは区分間移行や個人のプロ認定の要件についてであった。客体区分での日英の差異は更に顕著で、英国では日常的商品類型を元に区分している。

形式的法制の擁護として「過剰規制を避けるため、法規を現実に合わせて具体化するよりは司法救済によらせるべき」という意見があるかもしれない。実際、わが国個人投資家の救済は、行政手続や自主規制ではなく、司法救済が主に担ってきたという指摘もある²⁸⁾。しかし、貯蓄から投資への個人資産移動が予想される時代に現状で良しとする判断は適切とは思えない。

あるいは、「店頭デリバティブ取引規制に米国FRBが消極的であったように、事前規制が経済活動に及ぼす影響は大きいので慎重さを要する」といった考えもあろう。しかし、たとえば派生商品の個人投資家向け勧誘について、米国では自主規制、英国ではFSA規則による場合によっては禁止的な規制がある（実際、機関投資家とくに地方公共団体に対する販売に関する紛争が目立つ）。また、司法救済も利用し易さ等の点でわが国よりも一般に投資家に有利と思われる。

ちなみに、既に外国で投資損失が問題となった商品がわが国で販売されることがある。銀行ローン付変額保険が典型だが、その外にも、米

国内規制や競争が厳しいため、日本で機関投資家に販売するという例を聞く。海外先例のある場合は事前規制を行うべきであろう。

1.2.2. 説明義務・適合性原則に関する問題 点—要件効果の不明が大きい

事務方案「中間整理（議論のたたき台）」を踏まえた²⁹⁾第一部会報告書（報告書）³⁰⁾は、証券取引法全面改正の内容を十区分し、行為規制に並び、市場規制（取引所整備や買収規制など）および制裁・ファンド規制・業規制整理・金商法適用範囲（「投資商品」の定義）・自主規制機関のあり方等を含んでいる。行為規制に関する記述は散在しているが、報告書の関連内容および金商法の関連規定は以下のようなものである。なお、業者規制ではなく投資家保護に関する民法特則であるが、改正金融商品販売法についても適宜触れたい（報告書も同法の投資サービス法への統合を望ましいとする）。

(1) 報告書の概要および問題点

(i) 概要

全体に、現行規制の柔軟化、つまり規制緩和と利用者保護の必要性が強調され、その具体例として、プロとの取引につきアマ向け規制の適用を減免すべきことが挙げられている（3頁）。正確にはプロアマではなく「特定投資家」「一般投資家」という語を用いている）。また、投資顧問業や金融商品販売法などの共通性のある法律を可及的に統合すべきとする（5頁）。

主要な行為規制の一つである適合性原則については、事前説明義務と並んで投資商品全般の規範とすべきとした上で「実効性を確保するための方策について引き続き検討を行うことが適当と考えられる」とするに基本的には留まって

いる。ただ、「投資目的」を現行証取法の考慮要因に加えるべきとするほか、「顧客の理解力」を要因とすることの賛否を併記している（14頁。以下の（2）も参照）。不招請勧誘については、これを適合性原則の遵守が期待できない場合の枠組みであり³¹⁾、対象は現行の範囲（金融先物取引）と同様であるべき³²⁾とする（15頁）。民法特則である金販法については、利用が低調であることから、裁判で問題となりやすい「取引の仕組み」に説明義務の範囲を及ぼし、顧客の便宜を向上することが提案されている（32-33頁）。

特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分について、まず効果を見ると、情報格差是正を目的とする規制と市場の公正確保を目的とする規制とを区分し、前者は対プロ取引について適用除外、後者は適用するのが適当とする（20頁）。前者の例として、各種の書面交付義務、後者の例として虚偽表示や断定的判断の提供、損失補填等が挙げられる（原則として証取法以下での扱いを踏襲している）。適合性原則の適用除外については賛否併記に留まり、明確な結論は出されていない³³⁾。顧客区分については、前款で触れた四区分が提言された。区分の趣旨目的としては、規制緩和（特定投資家保護の不必要性を踏まえての市場取引の円滑化）と個人投資家保護という、通常は相対立する要因が挙げられるに留まる。

このように、プロに適合性原則が適用除外されるかに関する報告書の結論は留保されているが、仮に適合性原則の適用が除外されても民事責任の成否とは無関係のはずである。なぜなら行為規制違反の制裁は、業法上の処分（金商法51条 [業者に対する業務改善命令]）や自主規制機関における処分に留まり、民事責任の成否

に直接に関わらないはずだからである。ところが報告書は、「（筆者、金販法の）説明義務については、民事上の義務であることから、当該違反を直接の理由として各業法上の監督上の処分を行い得るわけではない……業者の説明義務は業者と利用者との情報格差を改善するための重要な方策であり、投資サービス法（筆者、金融商品取引法に相当）においては、金融商品販売法上の説明義務を行為規制の一つとして位置付け、業者が違反した場合に直接的に監督上の処分を発動できることとすることが適当と考えられる。」とし、要するに金販法と金商法とを関連づける意向を示している（15頁）³⁴⁾。

さらに、中間整理13頁以下は、販売勧誘・資産運用助言・資産管理の各業務にわたり受託者責任およびこれを具体化した義務（忠実義務や善管注意義務）を及ぼすことが適当であるとする。これは行為規制上の責任ないし義務であるが、このような責任や義務を明定すれば不法行為に基づく司法上の救済に影響し得るのではないか。ちなみに、報告書はこれらの一般的義務について特に言及していないが、金商法では法文化されている（本稿脚注42を参照。対プロ取引にも適用除外されない）。

上のような形で関連しても、論理的には金販法の説明義務と金商法の適合性原則とが直結することにならないが、説明義務違反があれば適合性原則違反も成立しやすく逆も然りという関係が成り立てば、実質的には一体化したと見られるかもしれない。

（ii）問題点

プロアマ区分が重要な論点といわれる割には効果が不明確である。とりわけ、現行法下での帰結とは異なる適用除外（要するに、業者に対する規制緩和）の具体的内容が不明な点が報告

書の意義を損なっているように思われる。

適用除外として何が期待されているのであろうか。業界は、個人富裕層等に新種商品を販売した場合の責任範囲を、プロアマ区分の導入によって明確化することを期待していたように思われる³⁵⁾。訴訟が容易化し、また、商品や顧客層の変化が激化していることから、民事責任の限定が望まれるのは当然であろう（実際、英国では、民事責任の成否に行為規制違反も影響するところ、その意味で重要な適合性原則を対プロ取引について適用除外した³⁶⁾）。また、もし責任制限が図られるならば、適切な投資家保護が失われないようにプロアマ区分や移行の要件の適正が図られねばならない。

しかし審議会では、除外の具体的内容を確認することなく議論され³⁷⁾（行為規制一覧は、報告書49頁付録³⁸⁾が初出のようであり、審議中には配布はなかったようである）、また、適合性原則の適用除外については上述のように両論併記に留まっている。書面交付義務や虚偽表示禁止については適否に関する見解が明らかにされているが、これらは現行法下でも明示されているか（書面交付義務など）、常識的に明らかなもの（禁止規定に多い）である。

（2）金商法・金販法の関連規定の概要

気づいた限りでは、報告書で「適当と考えられる」とされる内容は法案に織り込まれた場合が殆どである（未実現の例として、金販法の説明義務違反に金商法の行為規制を及ぼす、要するに両法の連動の点がある）。また、報告書が両論併記あるいは明示しなかった点で具体化された点もある（とりわけ、プロに対する適合性原則の不適用およびプロアマ移行手続）。しかし政令・内閣府令による具体化を待つものも多

い（移行可能なアマの要件や適格機関投資家の範囲など）。

立案関係者による解説書が法律成立直後に四点³⁹⁾出ているので、これらを参照しながら金商法・金販法の順に関連規定の概要を示したい。

（i）金商法

金融庁解説（正確には立案担当者による非公式の解説）⁴⁰⁾はプロアマ区分を「行為規制における柔軟化」の一例として位置づけ、特定投資家（プロ）との間での取引には「たとえば契約締結前の書面交付義務等、情報格差の是正を目的とする行為規制の適用を除外する一方、損失補てんの禁止等、市場の公正確保をも目的とする行為規制は適用除外しない」とする。条文としては金商法34条から34条の5、45条が引用される。

業者とプロ顧客の間の取引（以下、対プロ取引とする）への適用除外を定める法45条1号は、適合性原則（法40条1号。顧客の知識・経験・財産状況・契約締結目的（今回改正で追加された⁴¹⁾）に照らし不相当な勧誘によって投資者保護が欠けることがないように業務を行う義務）を明確に適用除外している⁴²⁾。ただし、民事責任との関係には触れられていない。

改正金販法については以下に詳述するが、説明義務違反が金商法上の行為規制に関わるか（先に「金販法と金商法とを関連づける意向」として引用した内容）については触れられていない⁴³⁾。なお、金販法の説明義務規定が適用除外される「特定顧客（金融商品の販売等に関する専門的知識および経験を有する者として政令で定める者。改正前金販法3条4項、同法施行令8条（金融商品販売業者等）、改正法3条7項）」と、金商法上の「特定投資家」とを連動させることは難しいように思われる（改正法3

条7項を具体化する政令が「特定顧客」イコール金商法の「特定投資家」とすれば別だが、改正前法で「特定顧客」イコール「適格機関投資家」（正確にはこれを含むそれより広い範囲の投資家）と定めようとしたところ、特定性に欠けることを理由に内閣法制局が認めなかった⁴⁴⁾というので、まして「特定顧客」イコール「特定投資家」と定めることは難しいと思われる。対プロ取引について金商法の適合性原則が除外されても、民法上の適合性原則違反（民事責任の根拠は不法行為であるが、裁判例では説明義務違反あるいは適合性原則違反という言葉が使われている）の可能性は残り、「特定顧客」に該当しない場合は金販法適用の可能性も残るということであれば、業者が改正から得る規制緩和の利益は大きいとはいえない。

金融庁解説は、プロ（特定投資家）の定義（金商法2条31項）の新設について、規制の柔軟化を図るため、金融商品取引業者等との間で行う取引について一定の行為規制が適用除外される投資家、という従来からの説明を述べている⁴⁵⁾。この法2条31項は、「特定投資家」を①適格機関投資家、②国、③日本銀行、④前三号に掲げるもののほか、第79条の21に規定する投資者保護基金その他の内閣府令で定める法人、とする。移行に関する34条の2第1項が④のみを移行申し出可能とすることの反対解釈から、①から③の投資家は移行不能と考えられるようである（なお、報告書19頁で保留された地方公共団体および政府関係機関は、移行可能なプロとされるようである⁴⁶⁾）。また、法34条は特定投資家に対する告知義務（アマとしての扱いを受け得ることを、契約種類毎に見て初回の取引で告知することを業者に義務づける）、同34条の2から34条の5は、特定投資家（移行可能な

プロ）とそれ以外の顧客との移行について規定する（実施につき更に政令に委任されている⁴⁷⁾）。この移行手続規定から実体的内容をイメージする必要があるが、次のようになるものと思われる。法人の場合、所定の要件に該当すれば移行不能なプロとされ、そうでない場合には別の所定の要件を満たせばアマに移行可能なプロとされ、満たさない場合または満たすが移行した場合にプロに移行可能なアマに該当する。個人の場合⁴⁸⁾、所定の要件を満たせばプロに移行可能なアマ（または、これから移行してアマに移行可能なプロ）に該当し、そうでない場合には移行不能なアマに該当する。法人と個人とで非対称となる理由は、現行では適格機関投資家は法人に限られるということと、プロ移行につき法人には制限がないが個人には法34条の4第1項所定の要件が課されること⁴⁹⁾による。要するに、原則（多いとか重要とかではなく形式上の原則。キャッチオール）形態は法人では移行可能アマ、個人では移行不能アマであり、法人でも能力等の高いとされる適格機関投資家等が移行不能プロ、個人では所定の要件を満たす富裕層等が移行可能アマ（さらにはプロ）として扱われるということのようである。

審議会審議では移行要件についての議論は殆どなかったが、法文の手続規定は少なくとも形式的には一見したところ充実している。ただ、上の④の内閣府令による定義が不明であり、過去の資料等によると、財産額や投資経験等を参考とすることが想定されているようである（報告書でも言及された「理解力」を試験等で確認することは要求されないようだが、金販法の説明義務の履行上、業者が顧客理解力を把握する必要があり、その確認方法と結果について何らかの証拠を残す必要はあろう⁵⁰⁾）。財産額の目

図表1 金商法のプロアマ区分

特定投資家	I 移行不能プロ (34条の2, 2条31 項1号から3号)	法人(現在では個人は含まないが, 新府令では適格機関投資家に個人も 含む可能性あり。34条の4第1項括 弧書き参照)	国・日銀・適格機関投資家
	II 移行可能プロ	個人 法人(34条の2, 2条31項4号)	個人でⅢから移行した者 2条31項4号(府令で定める法人で I以外の者)の要件を満たし,かつ Ⅲに移行していない法人
一般投資家	Ⅲ 移行可能アマ (法人の原則形態)	個人(34条の4)	34条の4の要件を満たす個人でⅡに 移行していない者
		法人(34条の3)	法人でⅡから移行した者か,Ⅰにも Ⅱにも該当しない法人
	Ⅳ 移行不能アマ (個人の原則形態)	個人(34条の4)	Ⅲにも,ⅢからⅡに移行した者にも 該当しない個人

(注)「移行不能プロ」といった名称は正式のものではなく筆者による便宜的なものである。また、最右列の記述は筆者の理解である。みなされる場合には属性でなく本質とみて区分した(つまり、移行可能アマが移行してプロとみなされる場合、アマでなくプロと扱った)が、そうしない場合(たとえば、プロにみなされるアマはあくまでアマと区分する場合)には本表と異なるので注意を要する。なお金融庁が簡略なものであるが公式の表を公表している⁵²⁾。

安として、居住不動産を除く保有資産3億円と
いった値が考えられているようである⁵¹⁾。

以下では思いつく問題点を指摘したい。もっ
とも、「問題点」といっても、対プロ取引に対
する適用除外が民事責任の成否に関わらない現
状では投資家保護に大きく影響はすまい。

第一に、移行不能とされる特定投資家に適格
機関投資家を含めたことである。「適格機関投
資家」という概念(証取法2条3項1号, 金商
法2条3項1号)は、私募に関するものであ
り、規制緩和という大目的においては共通する
ものの、行為規制の適否というここでの目的と
は異なる目的のものである(プロ間ホールセ
ール市場に参加する適性と対プロ商品をリテ
ール取引する適性との違いといってもよい)。また、
適格機関投資家制度には届け出により適格機
関投資家となる場合がある(所定の要件を満
たす事業会社など)が、この場合も移行不能と
すると、能力不足を自覚する投資家は私募の局
面では参加を自制できるが、勧誘では行為規
制適用

の復活を望めない(勧誘を拒絶するか、相手方
業者の対応を待つかであろう)。以上は理論的
な問題であるが、現実としても、適格機関投
資家には年金基金や農漁協など(これらは届け
出によるのではなく生来の機関投資家である)も
含まれており、移行不能とする必要性も妥当性
も見出しがたい(英国では、日本の機関投資家
に相当する者の殆どが移行可能なカテゴリー
(中間層顧客)に区分される。英国で下位移行
できないのは市場相手方であるが、これは基本
的には国およびその機関と認可業者とから成り
立ち⁵³⁾、これらについては取引相手方の期待や
専門性から移行不能とするのも合理的といえ
よう。しかし、それ以外の者を移行不能とする
必要性はないはずであり、実質的にも不適当で
ある)。要するに、適格機関投資家は、原則と
して移行可能なプロに区分すべきであった。将
来、民事責任と業法とが連動することがあれ
ば、見直しは不可欠であろう。

第二に、アマからプロへの移行に際し、業者

による要件審査が適切になされることが重要だが、どのような基準によればよいかは明確でない。金商法は個人の場合のみ業者に確認義務を負わせ、法34条の4第1項2号は「その知識、経験および財産の状況に照らして特定投資家に相当する者として内閣府令で定める要件に該当する個人」であることを確認させる。府令で定める要件が客観的で、顧客の理解力の審査が要求されないのであれば、資産力基準に近くなる（私募基準であるが米国証券法規則501の「自衛能力ある投資家」も、知識経験といった主観的要件を問わず、資産要件のみで判断する）。しかし、適合性原則除外のみならばともかく、民事責任と連動する場合には、顧客判断力の審査義務を業者に課すほうが公平でないか（義務懈怠の場合、原則に戻り一般投資家として扱うことになる。欧州指令は緩やかな客観基準を取っているが、対プロ取引で適用除外が強制される適合性原則の範囲が顧客の財務状況調査に限定されている⁵⁴⁾）。

第三に、移行不能なプロと移行可能なプロとを再区分（移行可能なプロを移行不能なプロとする、あるいはその逆）するには、同項1号の適格機関投資家に含める（さもなくば国や日銀のように列挙し、金商法34条の2第1項の適用対象から外す。逆の場合、適格機関投資家から外す。国・日銀の場合、法2条31項4号とする）方法しかないように思われるが、この理解が正しいとすれば、移行不能な特定投資家すなわち適格機関投資家とすることに実質的に⁵⁵⁾等しい（報告書19頁は「基準の明確性・客観性などを考慮して、特定投資家の範囲については、原則として開示規制における『適格機関投資家』の概念を基礎とすることが適当と考えられる」とするが、この個所は「適格機関投資家は

原則として移行不能なプロとするが、移行可能なプロとする場合もある」ではなく「移行不能なプロと適格機関投資家とを一致させる」と読むことになる）ように思われる。しかし、問題点の第一についても述べたように両概念の目的の違いにもかかわらず一致させることに問題はないか。

第四に、プロ移行可能な個人投資家の範囲が府令発表まで不明という状態は、手数料開示⁵⁶⁾の内容や金販法における「取引の仕組み」の不明と並んで、金商法下でのビジネスモデルを整備したい実務に酷と思われる。

(ii) 金販法

証券取引法等整備法182条を通じ、改正金販法においては説明義務が拡充され、元本保証商品以外の商品について、「(所定の指標・変化・事由⁵⁷⁾に係る) 変動を直接の原因として」「損失が生じるおそれを生じさせる『当該金融商品の販売に係る取引の仕組みのうちの重要な部分』」(要するにリスク原因)が説明事項として追加された(金販法3条1項1号から6号)。

新設規定である法3条2項は、同条1項の説明は当該顧客の理解に必要な方法および程度によることを求めている。つまり、平均的顧客に理解可能な説明ではなく、当該相手方を基準として説明義務の水準が決定される。したがって、標準的な説明を理解する能力のない顧客には金販法上の説明をなし得ないため、(違反による民事責任を問題とする以前に)販売不能となるはずである。性格としては、行為規制である適合性原則に近いと言えよう。

以下、思いつく問題点を挙げるが、特に「取引の仕組み」に関する説明義務の内容に解釈上の不明が残されている(府令での具体化も予定されていない)。思いつくものとしても、①

「重要な」の目安は何か、②（販売に係る取引の「仕組み」をどこまで説明する必要があるか（法3条5項は、説明すべき内容を、所定の契約・権利内容および顧客債務・取引の仕組み、のいずれかに取引種類に応じて指定するに留まる⁵⁸⁾。したがって、「契約」とか「権利内容」とか「仕組み」をどのように説明すべきかは不明である⁵⁹⁾。上述のように法3条2項は各顧客に合わせた説明を要求しているので更に難しい）、③「仕組みのうちの（重要な）部分」とは普通にいう商品組成とは違うのか、などがある。

主要な新種商品の説明例が示されれば参考となろうが、積極的な例示が進められる見込みは筆者の知る限りないようである。しかし、これらの不明を放置することは、利用者保護という目的に矛盾しないか。業者の創意工夫といっても実際には横並びとなり勝ちなことは改正前金販法8条の勧誘方針策定の経験からも明らかである。横並びならまだしも、商品説明の場合、平均水準に達しない説明が行われることが問題であり、最低限の水準を示す意義は大きい（NASD（後出）やFSAは懇切に具体例を示している⁶⁰⁾）。業者側から見ても、金販法違反は民事責任に直結するだけに、放任主義から受ける不利益は大きい。

（3） 補論 検査局等によるリテール関連法令順守の検査について

本稿は「立案プロセスの合理性を欠く」に始まり、「立法が形式的で現実によく対応できない」、「『取引の仕組み』の詰めが甘く、不明によるデメリットを利用者が被る」等々と述べてきたが、こういった問題を、更なる法規の制定や自主規制でなく、検査や監督によって解決で

きるだろうか。金商法の概要と批判という、ここまでの記述からやや脱線するが、検査局等によるリテール関連法令順守の検査監督の拡大の傾向と問題点とについて検討したい。

そもそもなぜ検査局その他の検査機関（証券の場合、証券取引等監視委員会や財務局）は、リテール規制への関与を深めているのだろうか。背景として、不良債権問題が峠を越し、「（検査局の）金融機関に対する処分の着眼点が財務の健全性から、法令順守の不備など利用者に被害が及びかねない管理体制に移っている」事情があるといわれている⁶¹⁾。検査局に並んで監督局も、前出の金融審報告書では導入が現実的でないと見送った⁶²⁾適合性レターに近い制度を、生命保険のみについてであるが導入する方針を示している⁶³⁾。ともあれ、検査局等が利用者保護を目指す処分を積極化する場合、次のような弊害の可能性が考えられる。

（i） 制裁手段の限界・他機関との調整の必要性

制裁手段が業務停止等の行政処分に限られ、被害者が直接には救済されない。自主規制機関ならば処分の種類・内容に幅を持たせることが可能であろうし、本稿で紹介する米国NASDでは被害者に補償を命じる例がある。また、軽度の利用者保護規制違反への行政処分が重なれば、行政処分の威嚇力を損なうのではないか。制裁手段の特性と限界とを考えると、法規による事前規制・自主規制機関の活動・業者の社内規則などの従来型規制の発動をまず促し、検査監督はその補完的位置づけに留まるべきように思われる（米国規制の枠組みでは第一に開示規制が、また、それに並んで行為規制が事前事後に自主規制機関によって適用され、事後的に裁判所の民事救済が行われる）。

(ii) 財務規制と行為規制との相違による組織再編の必要性

財務規制と行為規制は、いずれも適用にあたり専門性を要求し性格も異なるだけに、全組織的な移行は難しいのではないかと（英国でも財務規制 PRU と行為規制 COB の担当部門は組織上、明確に分かれている。米国では証券会社財務規制は SEC の、行為規制は主に NASD の所管である）。

(iii) 平時財務規制の水準向上の必要性

銀行非淘汰の方針が2003年春以降に確立した反面、競争促進や不公正取引防止が平時の課題としても強く残されているはずであり、（利用者保護への移行を検討する前に）検査技術の向上や対象の拡張を図る必要性がまだ強く残っているのではないかと。たとえば、保険や会計事務所等の専門性の高い業務のピアレビューや、財務規制における個別継続的な対応（Individual Capital Adequacy Standards）といった手法の導入を検討すべきでないか。

(iv) 検査が恣意的となる可能性

監督指針と並び検査マニュアル⁶⁴⁾の内容を柔軟に解釈運用できる点で、要件が硬直的な法規に比べ現実の問題の把握に向く反面、手続の不透明さや処分内容の不平等が問題となる可能性が高い。

(v) 検査の焦点が発散する可能性

財務規制と行為規制との双方を同じ検査官が担当する場合、比較的単純で発見しやすい行為規制関連の違反に検査の重心が置かれ、財務関連問題のように大型で複雑な問題を敬遠しがちとならないか（要するに、検査成績を上げるため小物狙いするおそれはないか）。

以上のような懸念はあるが、投資者保護とい

う政策判断の遂行につき関連する他の諸機関（特に自主規制機関）の活動に不足や限界がある⁶⁵⁾ならば、検査局等が検査と制裁とを通じて利用者保護を実行すべきであろう。ただ、その場合には、技術や権限が対象とは不整合であることを意識し、目的に応じた修正が必要であろう。

(4) 小 括

以上、政令・内閣府令（政令等）の発表を待つ状態の金商法・金販法の概要の紹介と検討とを行った。あるいは誤解もあるかもしれないが、たとえば政令等で補充されても構造的に問題と思われる点として以下がある。

①法制が形式的であるため、現実の投資損失問題を把握する力が弱い。現に、主体四分法や適格機関投資家と特定投資家（プロ）との一体化など、形式が先行し、実体から乖離する傾向が窺われる。適格機関投資家を移行不能なプロとすることは、実質判断としてはもちろん、形式論理上も不適切である。

②プロアマ区分に民事責任の減免の効果を与えなければ規制緩和の実に欠ける。

③金商法全体を通じる責任・義務の根拠として、受託者責任や善管注意義務・忠実義務に関する規定が置かれたが、その具体的内容の了解を欠くため混乱するおそれがある。同じことが金販法の「取引の仕組み」等の要件にも妥当する。

また、英国では①から③の問題は存在しないか、少なくともわが国と同じような形では存在しないことは、簡略ながらここまでの言及からも推察できよう。英国規制は、そのようなメリットに加え、欧州指令と整合的なため世界標準としての資質に優れる（たしかに、渉外活動

が行われる場合には行為規制については基本的には受入国監督機関の規制に服し、伝統的にも各国リテール規制のローカル色が強いのは当然のことであった。とはいえ、国内制度が特異であるほど、わが国金融機関の国外進出と外国金融機関のわが国進出との双方について障害となることに疑いはない。

プロアマ区分という問題にのみ限れば、英国ルールの徹底した模倣を進めることが賢明と思われる。ただ、わが国規制の構造は開示規制を基盤とする米国規制に近い⁶⁶⁾。原理が同じではない欧州規制と米国規制との双方を参照していく場合、重複規制となる可能性が高い。それ故、プロアマ区分の目的、つまり規制緩和と投資家保護という要請にどのように応えているかについて米国事情を参照する必要性は強い（金融庁の各国情報資料「米・英・EUのプロ・アマ区分」にも米国情報が含まれているが、プロアマ区分に相当する法規は直接には存在しないことを確認するに留まっているようである。実際には、自主規制や裁判所裁判例をも考慮する必要がある）。従来、わが国は欧州規制を単発的にしか参照してこなかったが、英国金融サービス市場法や欧州指令については金商法がそうであるように相当に参照しているため、なおさら米国規制の構造的な理解とわが国規制への反映とが重要と考える。

注

- 1) 正確には、「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年法律第65号）は平成18年度に施行される改正証券取引法と平成19年度以降に施行される金融商品取引法というように段階を経て施行される。本稿で扱う内容は金融商品取引法として制定された部分に含まれる。詳細は商事法務編・改正証券取引法金融商品取引法全条文（2006）のしがき参照。
- 2) ここに書いた情報自体は、英国FSAや英国企業に人材派遣等を行っている監督機関や民間業者に別段目新しいものではないであろう。本稿で扱う米国NASDとは、

筆者の知る限り、わが国関係者との継続的で密接な情報交換は行われていないようである。

- 3) プロアマの場合を例にとると、英国の協議書（<<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp43.pdf>>）は理由・背景・具体的な照会内容（最終2頁にまとめられている）を詳細に述べているが、規則案（near final text）までは示していない。なお、米国ではパブリックコメントの段階でほぼ完全な規則案を示すのが一般的なようである。わが国の場合、あまりに漠然としており（英国ならば報告書立ち上げレベルでの論点摘示の程度）、これでコメントを述べよというには無理であろう。実例について、青木・後注26の53-54頁。
- 4) 行政手続法で命令等（2条8号）を定める際に要求される意見公募手続では、命令等の案を具体的かつ明確に示すことが義務づけられている（39条2項）が、立法の参考のための意見募集の場合にはそのような制限はない。プロアマ区分についても照会されたのは中間整理の段階（しかし法案提出の7ヶ月前）に過ぎない。金融審議会金融分科会第一部会中間整理に関する意見募集について <<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/singi/f-20050902-4.html>>、意見書提出者一覧（要約意見付）<http://www.fsa.go.jp/singi/singi-kinyu/siryou/kinyu/dai1/f-20051005_d1sir/01_02.pdf>
- 5) このほかにも、目立ちたくない（発表時には匿名が一般的であるものの権利ではなく、少なくとも官庁との関係では知られてしまうほか、内容・文体によっては推測可能な場合もある。英米では原則として顕名のような）とか、監督官庁に悪印象を与えるリスクを冒したくないといった理由もあるかもしれない。以前と比べ、木で鼻をくくったような回答は減っているが、たとえばコングロマリット監督指針に対する意見が1件しかない（<<http://www.fsa.go.jp/news/18/20060731-2.html>>）といった近時の状況を見ると、立案参画に対する民間意欲が低調かどうかを考える必要はないか。
- 6) 英国では規則制定のスケジュールにおいて、欧州指令の進行（集中豪雨的な進行や当初予定からの一部の遅れといった、作業を困難とする事情が極めて多い）に合わせなければならぬという制約を負っているが、基本的に、規則制定については、（あれば）財務省等がスポンサーとなる基盤報告書を作成し、（あれば）FSAのディスカッションペーパーなどこれも基盤となる参考文献を発表の上、協議書（consultation paper）を1度ないし必要に応じて数度発表の上、実務導入（implementation）に必要な期間と（あれば）締め切り（欧州指令の関係で絶対的な締め切りが多い）とから日程を組んだり再編成をしたりの上、協議書へのコメントを踏まえた最終規則発表に至る。恐らくFSAの母体が自主規制機関ということもあり、主要論点につき選択肢を示す体裁を取っている場合が通常である（それでは規制の一貫性や基本目的にブレが出るので、いわゆる4つの目的を始めとする基本方針を周知確認する作業を別途行っている）。もちろん、以上の流れ以外にFSAと民間との情報交換も大きな役割を果たしているが、①中立性を欠き、一部の利益を優先することになりやすい、②目的の明確化を妨げやすい、といった難点を伴う。

- 7) 審議会の議事録は発言者を明らかにした上で原則全部公開されるので、さすがに実質的に全委員反対の場合に案を維持することは考えられないが、審議の時間の組み方や事前根回し（長期メンバーが多い）、議事内容説明のタイミング等を図れば、反対意見を分散させることは簡単と思われる。
- 8) 青木・後注26の53頁参照。金融改革プログラムについてであるが、肝心の達成目標やその道筋があえて曖昧とされており、結局は官僚主導による業界間の利害調整の世界が温存されているとする「なぜ急ぐ金融コンゴロムリット化」日本経済新聞朝刊2004年12月29日17頁。
- 9) 金融庁解説・後注39の1771号6頁によると、2004年9月から2005年7月にかけて14回の会合を経て「中間整理」がまとめられ、2005年10月から12月にかけて9回の会合を経て報告書がとりまとめられた。
- 10) また、そもそもをいえば、少数かつ固定的な立案関係者（審議会委員を含む）間の了解ではなく、外部の平均的な実務関係者の理解を標準として考えるべきと思う。「根回しや従来からの議論の集積（投資サービス法は10年越しの議論を重ねてきた）等があるので、短期間かつ明示の審議がなくとも、極端にコンセンサスが得られない立案はなされないから問題はない」という考えもあろうが、その間に金融再編等の前提の変化がある上に、本文中にも述べるように実務に極端な不明を与えたままに立法が進んでいることに違いはない。
- 11) 保険財務規制の場合（<<http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Policy/CP/2003/195.shtml>>）が典型である（保険の場合、外部の法務サービスの利用ではなく、各社のアクチュアリー自身が主体となって対応せざるを得ず、また長期複雑なので切り替えが難しいという特殊性がある）が、2004年の責任準備金算定規則の時価化に際しては、FSAはこの点についてやりすぎなほどの柔軟性を見せ、時価のほうが有利な場合には前倒しの適用を認める一方で、期限に間に合わない場合には1年の延長を認めた。
- 12) 個別資本適正審査 ICAS (Individual Capital Adequacy Standard. <<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp136.pdf>>) と呼ばれている。これにより、リスク評価がより適切となり、また、規制資本が節約できる等のメリットが認められる。
- 13) 会社法についてであるが、改正法の条文が難解なため、法律事務所への相談が増えるという趣旨のコメントがある。「会社法難しすぎる!?—総会控え担当者悲鳴」日本経済新聞朝刊2006年6月12日19頁。改正法に係る法務の外注を不適切というつもりはないが、問題は、いかなる内容が外注されているかである。税務や会計の専門的判断はともかく、上の記事にあるように「条文の読み方に自信が持てない」といった理由に与るところが大きいとすれば、民間でなく立案担当側で対応すべきことであろう。
- 14) 英国でもFSAの情報がわかりにくいため補助サービスを提供する民間サービスがあり、また、会計や保険数理などの専門的な事項を扱う事務所の利用は盛んである。ただ、会社法や金商法の導入にあたり、各業者単独の努力では対応不能という状態ならば問題であろう。この点、会社法は経過措置が多く設けられている（とはいえ、2006年総会事項とすべき問題の検討については時間が限られた上、大手会計事務所の業務停止の問題が重なった）が、金商法はそのような措置がない上に比較的施行日が近接しているため問題は更に深刻である。
- 15) 計量的な根拠を挙げることは困難だが、たとえば、協議書の約3分の1が保険関連である。一方、「金融商品」の定義は、監督権限をFSAに一本化したことや欧州指令が大枠を示しているといった事情もあり、比較的簡単に処理された。
- 16) 神田秀樹他監・菅原史佳他著「速報Q&A 金融商品取引法の要点解説」（2006）は同法に関する74の質疑を収録しているが、うち金融商品の範囲に18、金融商品取引業につき5、集団投資スキームにつき7、業規制につき8、行為規制につき9、開示規制につき5、プロアマ区分につき5、自主規制機関制度につき4、民事責任規定につき2であり、金融商品範囲の議論が多い。同書は、同法に規定はないが審議会では検討された事項を詳細に紹介しており（とりわけ自主規制機関について）、今後の追加的立法の動向予測に有益である。
- 17) 神田・後注39の342頁、346頁、348頁、神田2・後注39の8頁以下にこれらの用語のプロアマ区分における使い分け例が示されているが、技術的な要件効果の違いはなく、一般には互換的に使われている。
- 18) 2006年の時点では実質的な移動というほどの実績はない。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）参照。
- 19) 消費者保護団体（法曹を含む）の組織的・専門的な活動が低調であり、また、業界利益が分裂しており（国内業者だけでも、銀行系と独立系、伝統型とネット業者等の間に利害対立がある。利害分散に伴い、各グループの活動も自己防衛目的のものが中心となっている）、わが国業界全体に関わる政策を業界団体が進める姿勢が弱いといった事情が関与を消極的にしているようである。
- 20) 特に当該問題を実際に担当する者の意見が重要だが、参加や意見を求めても勤務先に遠慮するので聞き出し方を工夫する必要がある。「彼らが作成したレポートを見るから大丈夫」という意見がありそうだが、情報を持つことと理解判断ができることは別物である。また、わが国金融の長期的発達という観点からして、政財界の利害調整を行う立場にある立案担当者による判断はベストではないと思われる。保守的・既得権益擁護的な傾向が見られるからである。
- 21) どちらかといえば（b）が妥当な方向であろう。英米では、法律レベルの定め抽象度が高く、具体的な定めはSEC規則やFSA規則で行う。そして、規則制定過程で重要度に応じてパブコメ徴求が実施される。わが国審議会に相当する有識者の大局的意見の照会は、英国の場合、大型立法に先行する財務省レポート等の形で行われている（規則制定が始まれば、政策論や経済論ではなく、具体的・技術的内容の検討が主となり、関与の主体も民間実務家中心となる）。ただ、わが国内閣法制局がそのような委任立法を認めないならば、（a）の方向により、議員立法によるか、審議の期間や方法を合理的なものとするか、のいずれかの選択となる。

- 22) その理由として、①個人投資家の利益が、論理性と政治力とを伴う形で代表されてこなかった(法曹や野党の活動や少数株主の要求は、立法に反映するほどの影響力がなかった)、②結果として事務方の当初の整理がそのまま残り(前任者の業績を残したいという意向もあるかもしれない)、また、乏しい時間の中で各方面からの批判に対処するため、実質の追究よりは形式的整合性や一般条項設置に流れた、などが考えられる。
- 23) もっとも、「投資サービスタ」という浸透した仮称を「カタカナがいけない」という理由で「金融商品取引法」に改めさせるという発想と力を持つ者を含む立案機構に、どこまで現実性や合理性を望めるかという問題はあ。参照、神田2・後注39の26頁。名称自体は大した問題でないとしても、そのほかの点あるいは全体に同種の不合理が支配しているとすればどうか。
- 24) 本文中に挙げた例のほか、業区分(第一種業・第二種業・仲介業)や金販法における商品区分(元本保証商品・元本非保証商品・追証型商品。後二者につき金販法3条1項の1号から6号)などが典型的である。
- 25) 投資サービス法(仮称)に向けて金融審議会金融分科会第一部会報告の公表について(2005) <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20051222_d1sir/b.pdf>(報告書)(18-19頁)は①一般投資家に移行できない特定投資家(「適格機関投資家」を基礎として範囲を決める)、②移行可能な特定投資家(リスク管理できると想定される一定規模以上の法人と数行の上、公開会社・一定規模以上の会社・政府関係機関を例示)、③移行可能な個人投資家(個人は基本的に一般投資家とされる)、④特定投資家に移行できない一般投資家(③ではない個人とするのみで、具体的要件については触れていない)、とし、これは成立した法案にもそのまま引き継がれている。③で個人投資家がアマからプロに移行する場合の要件については、およそ移行不能とする案を含め、方針が明らかにされていない。
- 26) 主体四分法(プロアマ区分。こちらは三分法ほど明確ではない)について神田委員、客体三分法について池尾委員の発言等を網羅的にではないが青木浩子「プロ・アマ投資家の区分」証券経済研究52号37頁、52頁(2005)の脚注に挙げた。
- 27) 英国の場合、ホールセール市場区分と重なるため一見3区分となっているが、リテール行為規制は2区分である。また、たしかにプロからアマへ移行する場合に制限が設けられる場合もあるが、その内容が限定的なため、カテゴリーとして立てるに至っていない。絶対的に移行できないアマというカテゴリーは存在せず、理論的には何人も満足し得る移行要件が設けられている。参照、青木浩子「英国における投資勧誘販売上の顧客区分」証券経済研究53号127頁、54号19頁(2006)。なお、神田・注39の351頁は、「金商法の区分は実際にはプロ・中間層・アマの3分類である(審議会で4分したのは中間層といっても原則をどちらかに決める必要があるから)」とする。たしかに、そのように言えば英国規制に近いようだが、ここにいうプロ・アマは英国規制にない移行不能の類型であり、「動的機能よりは静的枠組みから構成していく」わが国立法の傾向をむしろ裏付ける。
- 28) アンドリュー・M・バーデック・証券取引勧誘の法規制(2001)の269頁以下。
- 29) 量的的には27頁から36頁となっており、「たたき台」というだけあって表現や章立て区分は完全に手が加えられているが、中間整理がその分量の少なさから抽象的・部分的な論点指摘に留まっている(プロアマ区分の場合、特に顕著である)ため、「整理」と「報告書」との関係は照会内容とそれに対する結論という関係で捉えることはできない。
- 30) 前注25参照。要約として「金融審議会、報告書要旨—投資サービス法(仮称)に向けて」日経金融新聞2005年12月26日11頁。
- 31) この説明は、沿革的には無理があるというほか、不招請勧誘をメディア別(たとえば、電話による勧誘を投資商品に限らず、通信規制の問題として扱う)に実施する米国のような制度と合わない。
- 32) 正確には、金融先物取引の中でも店頭と取引所とで区分し、後者については不招請勧誘ではなく再勧誘禁止(取引を行わない意思が明示された場合に勧誘不可とする)に留めるべきとする(15頁)。
- 33) あえていえば、アマからプロに移行をする際には適合性原則が適用されるというに留まる(20頁)。要点解説・後注39のQ57の186頁参照。
- 34) 要点解説・後注39のQ44は「金商法では説明義務をどう考えているか」という問いに対して、本文中にあるように「金商法では、金販法上の説明義務と同内容の説明義務を行為規制の一つとして位置づけ、業者が違反した場合に直接的に監督上の処分を発動できる」ことが適当とした上で、「金販法の改正によって、業者が顧客に対して説明義務を負う事項が拡充されている」と続けている。やはり金販法と金商法との関係には不明が残るようである。
- 35) 適合性原則や証取法に散在する各種の説明義務違反の際の行政処分の免除のみが目的という理解は、主な投資家救済が司法救済であるという従来の実情を考えると不自然だからである。なお、投資サービス法の検討初期段階における小グループ報告書「ホールセール・リテールに関するワーキンググループ報告」(1999) <http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/toshin/kin003.pdf>の41頁以降は民事効果を持たせる方向についてグループの見解として積極的なニュアンスを示している。
- 36) 前注27の青木・53号の137-138頁。欧州指令では全部免除ではなく業者の投資家知識についての調査義務の免除という形を取っているが、各国法化する段階で適合性原則の不適用という形をとることに支障はないと思われる。この点について青木浩子「欧州の新投資サービス指令における顧客区分および説明規制」千葉大学法学論集20巻3号87頁、111-113頁(2005。頁は横組みでの数字)。
- 37) 事前規制(たとえば各種書面交付義務や不招請勧誘等の各種禁止行為)では減免の効果が明らかだが、事後規制では必ずしも明らかではないため、事前規制(特に不招請勧誘)について関心が集中するということもあるか

もしれない。英国の協議書ではプロアマ区分について、これらの項目の効果をどうプロアマで運べるか否かまで具体的に詰めている。前注27の青木・53号の135-136頁の表。

- 38) 全業務共通の規制として①標識揭示義務、②広告規制、③業者であることの表示を、(A) 販売勧誘について①誠実公正義務、②各種書面交付義務、③適合性原則、④勧誘制限（不招請勧誘、再勧誘）、⑤各種禁止行為（損失補填、虚偽情報・断定的判断の提供など）、⑥クーリングオフ、⑦最良執行義務を、(B) 資産運用助言について①善管注意義務、②忠実義務、③各種禁止行為（利益相反、金銭有価証券の貸付など）、④自己執行義務、⑤運用報告書交付義務を（この分野については規制や判例の発達（A）の販売勧誘に比べて進んでいない）、(C) 資産管理について分別管理義務を挙げている（一部、筆者が区分を変更）。この表は審議中に資料として配られていなかったと思われる。全業務共通規制は常識的な業者なら当然の義務であり、(C) についてはこれも原則としては当然であり、(B) については一般的なため義務の軽重はこれだけでは不明である。(A) の中では行為規制に関する報告書13頁から17頁の記載の大部分をなす③および④が特に重要と思われる（その他の義務も減免されれば業者に有利には違いないが、性質上減免がありえないもの（虚偽情報提供など）や個別に決着しているもの（最良執行義務や損失補填禁止など）が目立つ）。改正前法との対応関係については、たとえば大崎・後注39の59頁以下、特に61頁の表。
- 39) 松尾直彦ほか・金融商品取引法制の解説（連載）商事法務1771号4頁、1772号18頁、1773号38頁（本稿脱稿時点で未完）(2006) [金融庁解説]（金融庁立案担当者の非公式解説）、速報Q&A 金融商品取引法の要点解説（2006）[要点解説]（論点を審議段階の情報を踏まえて解説）、児島幸良・改正証券取引法・金融商品取引法のポイント（2006）（立案関係者による解説で改正法が段階的施行されるため、何時如何に実務対応すればよいかのポイントを法全体にわたって解説）、神田秀樹編・利用者の視点から見た投資サービス法（2006）（関連論点を渉外弁護士が敷衍）[神田]。そのほか、大崎貞和・解説金融商品取引法（2006）[大崎]。また条文集だが立案担当者の解説や図表が三井秀範ほか・新旧対照金融商品取引法（2006）[三井・新旧対照]、神田秀樹・金融商品取引法案について< <http://www.jsri.or.jp/web/publish/review/pdf/4606/01.pdf>>証券レビュー46巻6号（2006年5月講演）[神田2]。（追加）神田秀樹ほか、座談会「新しい投資サービス法制」商事法務1774号6頁（2006）。
- 40) 金融庁解説・前注39の1771号12頁。
- 41) この「目的」という要件は森田章・金融サービスの理論（2001）などで主張されたものであるが、主張された時期や文脈（80年代のワラント訴訟）ではともかく、米銀等が始めた目的調査実務（初回アンケートによる顧客区分の上でサービスを提供する）が浸透した今日ではあまり意味を持たないように思われる。同じような疑問をFSAの四目的の報告書（5頁）への書き込みについても感じる。主張を法的な要件効果の形に置き換える能

力が民間側にも更に必要であろう。

- 42) 内閣府令で定める場合を除き、①【勧誘相手方】37条（広告等規制）、38条3号から5号（不招請勧誘・顧客勧誘同意確認・再勧誘に関する規制）、40条1号（適合性原則—不適当な勧誘）、②【契約申込者】37条の2から37条の6（取引態様事前明示・契約締結前書面交付・契約締結時等書面交付・保証金受領時書面交付・クーリングオフ）、40条の2第4項（受託時の最良執行方針等記載書面交付）、43条の4（有価証券管理業務に際しての顧客資産担保化の際の書面同意）、③【投資顧問契約相手方】41条の4（金銭等預託受入れ等禁止）、41条の5（金銭貸付等の禁止）、④【投資—任契約相手方】42条の5から42条の7（金銭等預託受入れ等禁止・金銭貸付等の禁止・運用報告書交付）、が対プロ取引に対し適用除外される（①は業者からの働きかけが必要な点で②と異なる）。

逆に、行為規制にあたる36条から44条の4までのうち、法45条が対プロ取引にも除外しないのは36条（誠実義務）、36条の2（標識揭示）、36条の3（名義貸し禁止）、36条の4（社債管理禁止）、38条1号（勧誘時の虚偽告知）、38条2号（勧誘時の断定等）、38条6号（府令による禁止行為）、38条の2（投資助言代理・運用業における禁止行為）、39条（損失補填）、40条2号（府令の定める業務運営上の遵守義務違反）、40条の2（最良執行方針（第4項を除く））、40条の3（分別管理義務）、41条（投資助言における忠実義務・善管注意義務）、41条の2（投資助言における各種禁止行為）、41条の3（投資助言業務に関しての有価証券売買等の禁止）、42条（投資運用業における忠実義務・善管注意義務）、42条の2（投資運用業における禁止行為）、42条の3（運用権限委託）、42条の4（投資運用業における分別管理義務）、43条から43条の4（有価証券等管理業務）、44条（異種業務を行う場合の禁止行為）、44条の2（その他業務に係る禁止行為）、44条の3（所定の関係者の行為制限）、44条の4（引受人の与信制限）である。ただし、原則として適用される場合にも、所定の政令で適用除外される可能性はある。

- 43) 「金商法でも民事的な説明義務は行為規制上の処分の発動事由とはならない」と見るのが素直であると筆者は考えるが、要点解説・前注39のQ44は金商法上の説明義務違反につき行為規制としての処分が部分的ながら発動できる例として、契約締結前交付書面記載事項である市場リスク（金商法37条の3第1項5号。この説明義務は行為規制の一つであるという理由からである）を挙げている。
- 44) 神田秀樹「金融インフラ三法について」月刊資本市場181号74頁、86頁（2000）。
- 45) 金融庁解説・前注39の1772号24頁。
- 46) 要点解説・前注39のQ56は「地方公共団体や政府関係機関については、今後の議論次第では一般投資家に移行できない特定投資家として取り扱われる可能性もあると考えられます」とするが、本文中の④の内閣府令は移行可能なプロの指定はできるが移行不能なプロの指定はできそうもない。適格機関投資家（金商法2条3項1号）に政令で含めることを考えているのであろうか。これら

の機関を適格機関投資家に含めることにも懸念はあるが(海外でもわが国でも新種商品購入規制が緩やかなため販売ターゲットとなった)、それにも増して移行不能なプロとすることには問題があるように思われる。能力不足を自覚する機関は、私募市場への不参加という形での自衛は図れても、投資を全く控えることは現実的でない。その際にアマとしての保護は受け得ないとするのは問題であろう。

- 47) これには(A)プロからアマへの移行(法34条の2)と(B)アマからプロへの移行とがあり、(B)については法人の場合(法34条の3)と個人の場合(法34条の4)とに区分される。(A)については移行可能なプロ顧客の申出があれば、契約種類毎に承諾日と期限日(原則として承諾日から起算して一年を経過する日)とを定め書面により承諾する義務および付随する義務(たとえば申出から承諾までの当該種類取引の勧誘や契約締結の停止)を業者に課している。業者が代理する本人がアマ移行する場合(6項)や更新申出(10項)、申出のない場合の業者からの警告(9項)、移行不能なプロとなった場合の処理(11項)といった技術的規定も置かれている。(B)の法人の場合、(A)の手続に基本的に準じるが、承諾の際に示す書面に申出者が所定の事項(適用除外の具体的内容(府令レベルを含む)、プロ扱いされる場合の危険)について理解している旨(4号)を書く点異なる。(B)の個人の場合、法人の場合に基本的に準じる(34条の4第4項)が、申出者の要件(匿名組合員その他の政令で定める者、または、知識・経験・財産の状況に照らしてプロに該当する者として府令で定める要件を満たす個人。1項1号・2号)の充足を確認する義務を負う(2項)。
- 48) 図表1に注記したように、適格機関投資家に個人も含むようになれば、法人の場合と同様に、冒頭に「所定の要件に該当すれば移行不能なプロとされ、そうでない場合には」を付け加える必要がある。
- 49) 要点解説・前注39のQ56の182から183頁参照。
- 50) 「金融商品取引法が成立、『プロ』の定義まだ不正摘発の体制も課題に」日本経済新聞朝刊2006年6月8日7頁。
- 51) 新聞報道だが、移行可能なプロとして、上場企業・有価証券報告書提出会社・大会社(負債200億円以上または資本金5億円以上)など一万社超、地方自治体、病院、学校、不動産を除く金融資産3-5億円を持つ個人が検討中であるという。日本経済新聞朝刊2006年7月24日3頁。
- 52) 三井・新旧対照・前注39の31頁の「柔軟化(特定投資家と一般投資家)」。
- 53) 前注27の青木・54号の20-21頁。そもそもをいえば、この「市場相手方」というカテゴリーは、行為規制の顧客という観点からではなく、プロ間市場のプレイヤーという観点から定められたものであり、プロアマ区分の問題とは無関係なので(この点について前注27の青木・53号の132頁)、移行が認められないのもある意味当然である。
- 54) 前注36を参照。
- 55) 適格機関投資家に含まれない国・日本銀行がプロに含

まれるのでわかりにくい、この二者を除いて考えると、結局、適格機関投資家と移行不能なプロとは同じとなる。これは移行可能な特定投資家に適格機関投資家を含めたという第一の問題に似ているが、別の問題である。

- 56) 金商法37条の3第1項4号(手数料、報酬その他の当該金融商品取引契約に関して顧客が支払うべき対価に関する事項であって内閣府令で定めるもの)。要点解説Q46も参照。
- 57) 金取法3条1項所定の要件で、①金利、通貨の価格、金融商品市場の相場その他の指標(1号および2号)、②当該金融商品の販売を行う者その他の者の業務又は財産の状況の変化(3号および4号)、③上の①および②のほか顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして政令で定める事由(5号および6号)。おおよそ、市場リスク、信用リスク、その他のリスクに相当するといえよう。
- 58) ①信託・無尽・所定の金銭信託契約・保険・不動産特定協同事業の契約の内容、②有価証券を取得させる場合(代理媒介含まず。以下⑥まで同じ)の当該証券の権利内容および顧客が負う義務、③信託受益権を取得させる場合の当該受益権の権利内容および顧客が負う義務、④譲渡性預金証書を取得させる場合の当該債権の内容および顧客が負う債務、⑤所定のデリバティブ取引および所定の指標証拠金取引もしくはこれらの取次ぎについて取引の仕組み、⑥政令で定める行為につき政令で定める事項。
- 59) 2006年8月8日時点で国立国会図書館データベースOPACで「金融商品取引法」を題目に含む論文数が45点あるが、その中で「取引の仕組み」について実務的に立ち入っているのは銀行実務36巻5号(2006年5月)の「緊急解説『金融商品取引法案』のコンプライアンス研究」シリーズくらいのものであるが、具体的な内容に立ち入っていない。組成ではなく適合性原則遵守確認に関する銀行の標準的指針(投資信託の販売ルールなど)についてであるが、特に記録方法、書類の上席者審査や内部検査、意思確認方法等の点について参考となる。「商品内容説明義務は罰則つきで強化」金融財政事情2006年7月10日号21頁。
- 60) 神田・前注39の142頁の米国日系証券会社コンプライアンス担当者とのインタビューは確かに「どのような顧客がどのような取引に関して適合性があるのかという問いについて業界共通の答えがないのは事実」という自主性を示しているが、本稿(次回)で扱うNASDの会員通知での情報やその他各種の情報があるの上の自主性である。
- 61) 「金融庁人事、厳罰路線まだ続く？」日本経済新聞朝刊2006年7月22日4頁。このほかにも、緊急時の信用リスク監督中心の検査から平時の利用者保護のための検査への政策転換の意向を紹介する記事が目立つ。「東北財務局、金融検査で宣言-利用者保護重視に転換、説明責任などチェック」日経金融新聞2006年2月16日4頁(職員研修・検査教育に販退して「例えば、八十歳の方に十五年満期の変額保険を販売するのはいかがなものか」とコメントしている)、「金融庁の行政処分3倍、2005年7

月から1年間で250件」日本経済新聞朝刊2006年7月20日4頁（処分の程度の基準が曖昧で『一罰百戒』のような不公平な処分があるので、違反行為と処分の関係の透明性・説明責任を求める意見があるが、これに対して処分逃れを増長するという金融庁側の回答があるとする）。「金融庁が情報提供窓口－内部告発に期待」日経金融新聞2004年9月21日2頁は、不良債権問題の解決のめどが立ちつつあり、財務内容チェックを中心としてきた検査局の「存在意義がどんどん薄れていく」という幹部の危機感を紹介しているが、増員した機構の仕事探しの方向や程度によっては弊害が懸念されよう。

- 62) 要点解説・前注39のQ43。
- 63) 適合性レターはモデルとなる英国の制度でも保険にのみ利用されており、また、長期で複雑かつ多額の生命保険商品では設計書を個人毎に作成するなど、適合性レターを導入しやすい下地がある。保険商品の販売勧誘のあり方に関する検討チームについて（2005年3月29日）<<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/hoken/f-20050329-1.html>>、中間論点整理～適合性原則を踏まえた保険商品の販売・勧誘のあり方～<<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/hoken/f-20060301-1.pdf>>（2006年3月1日）（意向確認書面）。
- 64) 証券を例にとってみると、証券会社向けの総合的な監督指針（旧ガイドライン）<<http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/sec/index.html>>のII-3-5行為規制に係る留意事項の個所および証券会社に係る検査

マニュアル<<http://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/shouken.pdf>>の第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以下の個所が特にリテール規制に関わりが深い。

- 65) 他の機関による業者の活動に対する規制として、第一に裁判所の民事救済があるが、これは事後的であり、新種商品に関わる紛争の予測可能性が低いという問題がある。自主規制機関（証券では日本証券業協会）はその問題はないが、活発な自主性を伝統的に発揮してきたとはいえない上に、近時の業界利益の不一致の激化から、そもそも加盟強制すべきかといった議論がされる状態にある（「市場仲介機能懇談会 論点整理」<http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/20060630.html>、大崎・前注39の83頁以下。もちろん事実上、加盟強制することは、非会員に対する監督を強化すれば可能であるが、そのように加盟させても自主規制の実が挙がる保証はない）。
- 66) 要点解説・前注39の14頁（大崎貞和）も指摘するように、米国証券規制は開示規制中心の構造をとっているが、欧州では（米国流の開示ルールの導入も行われているが）それ以外の発想（業規制）による投資家保護が図られる傾向が強い。

（千葉大学大学院教授）