仕組商品販売と適合性原則
── 米国 FINRA 規則改正を契機として ── (1)

村　本　武　志

目　　次

Ⅰ　はじめに
Ⅱ　FINRA 規則の改正
Ⅲ　顧客熟知義務
Ⅳ　適合性原則の類型と判断
　1　商品適合性
　2　顧客適合性
　3　量的適合性
　4　わが国の適合性原則との比較
Ⅴ　規則改正と民事責任への影響
Ⅵ　仕組商品販売と適合性原則
　1　仕組商品の意義と特性
　2　仕組商品に関する規制
　3　米国における仕組商品の勧誘・販売上の問題（以上本号）
Ⅶ　わが国の仕組商品判決例
Ⅷ　仕組商品販売上の適合性原則の理解
Ⅸ　おわりに

Ⅰ　はじめに

米国では、1980 年代から仕組金融商品（structured securities products「仕組商品」）が販売され、1990 年代に至り機関投資家や富裕層に人気を博するようになった。その後、顧客層が一般投資家にも広がり

(NASD［2005b］)、扱い高も増えた[1)]。米国証券取引委員会（「SEC」）スタッフ報告書（SEC［2011b］「SEC スタッフリポート」）によれば、2004年の取引高が320億ドルであったものが、2007年には1000億ドルに達した。2008年のリーマンブラザーズ社等の破綻により、仕組商品について大きな被害が明るみとなり、仕組商品の取引高は、2009年に340億ドルと一旦は下落したものの、2010年には450億ドルと、漸次、増加傾向にある[2)]。

SEC スタッフレポートでは、このような仕組商品の扱い高の増加に従って紛争件数も増加していることが指摘される（SEC［2011b］)。このような米国での傾向は、わが国においても異ならない。仕組商品をめぐる訴訟の増加は、全国証券問題研究会が刊行する証券判例セレクト（「セレクト」）に登載される顧客側勝訴判決例数に端的に認められる。証券取引に関する裁判例は、2006年から2011年（11月）まで67例を数えるが、このうち仕組商品に関するものは18件を占める。セレクトに初めて仕組商品の判決例が登載されたのは2003年であるが、2005年までの判決数が僅か4件であったことからすれば、その急増化傾向は著しい。

米国では、一般投資顧客への仕組商品販売にかかわる紛争の増加に伴い、金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority「FINRA」)[3)]が、証券事業者による仕組商品の推奨、販売に関し、再三にわたり、協会員への広報や投資顧客への警告を行う。ここで最も強調されるのが適合性義務である。SEC もこれをブローカー・ディーラー（「証券事業者」）の中核的義務と位置づける（SEC［2011a］55)。そして、証券事業者に顧客の最大利益となる[4)]推奨を行うことを求める。

FINRA の前身である全米証券業協会（「NASD」）は1939年に公正取引規則の一つとして適合性原則を導入し、1990年以降、その内容について改正を求める提案を行ってきた[5)]。そして FINRA（「2009」）は、2009年5月、適合性原則、及び顧客熟知義務についての改正提案を行った。FINRA は、2010年6月に SEC に対して改正承認を求める申請を行い（SEC

[2010])、2011年2月の承認を経て、2011年10月7日に改正規則が発効した（「改正規則」）。

本稿では、仕組商品に関するこれまでのFINRAの対応と改正規則の概要、米国における仕組商品の勧誘、販売上の問題を、SECスタッフリポートや旧NASD、FINRA通知・警告等に基づいて概観し、それとの比較で、わが国の仕組商品の勧誘や販売における適合性原則の扱いと問題点について検討する。

II　FINRA規則の改正

1　FINRA規則

FINRA規則は、自前の規則のほかに、NASD規則、及びニューヨーク証券取引所（「NYSE」）規則で構成される[6)]。2007年6月、NASDとNYSEは、協会員規制機能を統合し、FINRAが発足した。これによりNYSEは自主規制規則団体の立場から外れ、純粋な取引所としての役割に特化し、FINRAはNYSEの規制権限を承継した。

NASD規則はすべてのFINRA協会員に適用される。NYSE規則は、同時にNYSEの協会員でもあるFINRA協会員に対してのみ適用される。FINRA規則は、当該規則がその条項上で適用を制限するものでない限り、すべてのFINRA協会員[7)]に適用される。

2　改正の概要

改正規則は「顧客熟知義務」（2090条）及び「適合性義務」（改正規則2111）を定める。これらは、従前のNYSEの「顧客熟知原則」（Know Your Customer Rule、405条）、NASDの「適合性原則」（Suitability Rule、2310条）をモデルとする[8)]。この規則改正に伴い、FINRAは協会員向けに規制広報（Regulatory Notice）を出した（FINRA［2011a］）。

その概要と改正の要点は次のとおりである。

まず、ブローカーに対し、顧客の投資戦略（strategy）についての適合性調査や判断を求める。これにより、ブローカーは、顧客にどのような「戦略」を推奨するか、それが顧客にとって適合するかについて検討しなければならない。また適合性原則は、証券の売り買いだけでなく、顧客の保有証券を処分せず保有し続ける旨の推奨行為に対しても適用される。

次に、旧 NASD の適合性調査義務の拡充である。改正規則は証券事業者に対し、顧客投資属性の確認を「義務づけ」るとともに、その際の適合性判断要素の範囲を拡大した。

また、FINRA は、適合性原則の類型として、商品適合性（product suitability, reasonable basis suitability, reasonable basis theory）[9]、顧客適合性（customer-specific suitability）及び量的適合性（quantities suitability）の三類型を定める（改正規則準則「準則」2111.05）。これらはいずれも、判例法や FINRA 及び SEC の規制執行の中で発展してきたものである（SEC［2011a］63）。

ブローカーには、商品及び顧客の双方に関し確実な理解が求められ、理解の不足それ自体が適合性原則違反を構成する（準則 2111.04 及び 2111.05（a））。

改正規則は証券事業者に対し信認義務を課してはおらず、今回の規則改正によってもこの扱いは変わらない[10]。また、連邦証券法は、証券事業者に、顧客に対する信認義務を負わせておらず、判例も、特定の状況の下においてこれを認めるにすぎない。但し、2010 年 7 月に制定された金融サービスに関する連邦法である Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（「Dodd-Frank 法」）Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010（“Dodd-Frank Act”), Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376, on July 21, 2010. は、その 913 条で SEC に証券事業者への調査を求めた。SEC による同報告は、証券事業者たる

ブローカー・ディラーに、投資助言・運用業者に求められると同様の信認義務を課すことを提言する[11]同法 9 章は、SEC による法執行と規制活動を広げる投資者保護規定を定め、SEC の調査権限を強化するほか、SEC に対し、特定の期間内にさまざまな調査とその結果に基づく法や規則制定の適否判断を求める。同法 913 条もその一つである。(SEC［2011a］)。

また、改正規則は、機関投資家への扱いについては従前の NASD 規則を踏襲し、また適用要件として「推奨」を求める点は従前どおりである。

3　機関投資家への適用除外

機関投資家に対する適合性原則の適用については、NASD 解釈（Interpretive Material（「IM」））2310-3（機関投資家 IM）において定められていた。改正規則は、適合性原則上の機関投資家の定義を、より一般的な旧 NASD 規則 311 (c) (4) の機関 (投資家) 口座の定義と整合させる (FINRA［2111］)。

改正規則は、機関投資家に対する推奨について、一定の条件下で、顧客適合性義務を免除する（規則 2111（b））。

「協会員または関係者は、NASD 規則 3110（c）（4）に定めるとおり、（1）協会員または関係者が、機関投資家顧客が投資リスクを、一般的、かつ特定の取引や投資戦略の双方について独自に評価できると判断されるような合理的根拠を有する場合、及び（2）機関投資家顧客が協会員または関係者の推奨の評価に対して独自の判断を行うと認められる場合には、顧客適合性義務を果たしているものとする。機関投資家顧客が、投資助言者または銀行信託部門などのエージェントに判断権限を与えている場合、この規定は、当該エージェントに適用される。」

FINRA 準則は、機関投資家に関する適用除外につき次のとおり定める (準則 2011.07)。

「改正規則 2111（b）は、同条の条件を満たす機関投資顧客につい

ては、顧客適合性の存在を認める。協会員または関係者の推奨の評価に対して独自の判断を行うことの積極的な表示とは、機関投資家が、取引ごと、資産クラスごと、又は当該口座に関するすべての取引に関し、独自の判断を行うことができるとの表示を意味する。」

適用除外が認められるかどうかは、ブローカーにおいて、機関投資家が一般的、かつ特定の取引及び年戦略に関して独自に投資リスクの評価を行うことができると信じるに足る合理的根拠を有するかどうか、機関投資家が推奨の評価について独自の判断を行っていると認められるかにより判断される（FINRA［2011］）。

但し顧客が、一般的に、または特定の商品についての投資リスクを評価できないか、その能力に欠ける場合は、それがたとえ機関投資家であっても、ブローカーに顧客適合性の調査や判断を義務付ける。顧客が対象取引を理解するための助言を証券事業者に求めるなどの事情は、顧客が対象商品を理解できず、独自の判断を行なっていないことを窺わせる事情となる。

機関投資家に対する顧客適合性義務を負わない場合でも、これにより顧客の合理的根拠適合性や量的適合性の充足の必要が排除されるわけではない。ただし、量的適合性は、一般に機関投資家のポートフォリオの割合に関して問題とされ、また推奨がなされた取引についてのみ適用される扱いがなされる。

4　推奨

4.1　改正規則

前掲のとおり適合性原則が適用されるための要件として「推奨」が必要とされる点は、今回の改正によっても変わらない。

改正規則は、推奨の定義規定を置いていない。FINRA は、推奨の存否は事案ごとの事情を考慮しなければならないとして、定義を不要としてい

る[11)]。

FINRA と SEC は、一定の条件下では、証券事業者の黙示の推奨に対しても適合性原則が適用されるとしている（FINRA［2009］）。これに関する SEC 審決例に、顧客への情報提供を行うことなく、顧客のために取引を行う場合には、取引についての黙示の勧誘が認められるとして適合性原則が適用されるとしたものがある[12)]。これは、取引が顧客のために行われたとしても、顧客の承認がない限り NASD 規則上の推奨に該当するとした。また、ブローカーによる一任取引が「推奨」にあたるとした SEC 審決例[13)]もある。

4.2 「推奨」の存否判断

事業者の顧客への接触が推奨にあたるかどうかの判断は、「事実」（facts）と「状況」（circumstances）により、個別的になされる[14)]。この点は、SEC や FINRA が従来から指摘するところである。FINRA は、顧客との間の特定のコミュニケーションが推奨に当たるかどうかは適合性原則の目的から判断される繰り返し述べるが、その際に、コミュニケーションの内容、文脈や表現が重要な考慮要素となるとしている。すなわち、その内容、文脈、提供方法から合理的に判断して、証券事業者やその関係者の顧客に対する特定のコミュニケーションが、顧客が証券又は投資戦略に関する取引を行うかこれを反復することを示唆するものと認められるかどうかが重要とされる。また、特定のコミュニケーションが、特定の証券に関して特定の顧客に向けられた個別性の高いものであればあるほど、推奨と認められやすい。また、個別に見れば推奨とは認められないものでも、全体として見れば推奨にあたると判断されることもある。この場合の顧客とのコミュニケーションは、人によりなされたものであるか又はコンピュータープログラムによるものであるかを問わない。

4.3 「推奨」承認と適合性

適合性原則上の義務は、免責条項によっても排除されない（準則2111.02）[15]。また、証券仲介事業者は、顧客の最大利益を図る義務を負う。たとえ事業者の推奨に顧客が同意したとしても、それで適合性の存在が認められるわけではない。これを述べるSEC審決例に、次のようなものがある[16]。

「……証券仲介事業者の推奨は、顧客の最大利益（best interest）に叶うものでなければならず、顧客の財政状況に適合しない推奨は、控えられなければならない。顧客が証券事業者の推奨に応じたことのみをもって、推奨が当該顧客に適合するものではない。むしろ、推奨は、顧客の財務状況や必要に適するものでなければならない。」

Ⅲ　顧客熟知義務

1　規制

旧NYSE規則405（1）は、顧客熟知に際しての「相当の注意」義務を定める。これは1909年に定められたもので[17]、これによりブローカーは、すべての顧客について、相当な注意を払い、注文、現金又は信用口座に関連する重要な事実を熟知しなければならない。改正規則は、旧NYSE規則上の規定をモデルとして、次のとおり定める（旧規則2090）。

「すべての協会員は、すべての口座の開設及び維持に関して、すべての顧客及びその代理者の権限に関して重要な事項を知る（そして保持する）ために、合理的注意を払わなければならない。」

なお、NASDは、事業者の誠実・公正義務に関する規程上で、顧客情報の収集義務を定めていた（旧NASD規則2110）。これは、事業者に「顧客熟知義務」の履行を求める。これにより証券事業者に顧客から一定の基本的な経済的情報を取得するための合理的な努力を払うことが義務づけら

れる。

証券事業者の注意義務は、旧 NYSE 規則 405、旧 NASD 規則 2310 のいずれにおいても専門家としてのそれを意味する[18]。また、米国連邦最高裁は、連邦証券法創設の基本的な目的は、旧来の顧客側の「買い手注意せよ」の原則を証券事業者側による完全開示に置き換えることにあり、これにより証券業界は高い行為基準を達成しなければならないことを繰り返し述べる[19]。

改正規則の準則は、顧客の投資属性に関連して、次のように述べる（準則 2111.04）。

> 「協会員及び関係者は、当該推奨が当該顧客に適合すると信じるに足る合理的根拠を有するために十分な情報を備える場合にのみ、顧客に対して推奨を行なうことができる。投資者の投資属性に関する規則 2111（a）の要素は、特定の事案の事実と状況によって異なるものの、推奨が特定の顧客に適合するかどうかの判断にとって重要である。協会員またはその関係者は、書面化された考慮要素が、特定の取引上での重要な顧客投資属性ではないと信じるに足る合理的根拠がなければ、規則 2111（a）に掲げるすべて事実を取得し、分析するために合理的な注意を払わなければならない。」

2　取得時の合理的注意

改正規則は、顧客口座の開設と維持に際し、行為者の権限に関わる重要な事実を知り（それを保持する）ために合理的な注意を払わなければならないとする。

ここで重要な事実とは、顧客の財務状況（financial profile）、及び投資目的（investment objectives）を含む。これは（a）顧客口座に対する効果的なサービス、（b）口座に対するガイダンスに適した行為、（c）顧客のために行為する者の権限についての理解、及び（d）適用される法、規則、

ルールへの適合性を確保するために必要とされる（準則 2090. 01）。顧客に関する重要事項を取得すべきブローカーの、義務は、顧客に対して勧誘を行うかどうかにかかわらず口座開設時において直ちに求められる。

改正規則は、旧 NYSE 規則 405（1）上の「due diligence」を、用語上の統一を図る趣旨で「reasonable diligence」とした。

3　合理的感覚での顧客情報の収集

改正規則は、証券事業者に対し、口座が開設された以降も、合理的な間隔を置いての顧客情報の取得を求める。改正規則は、証券事業者に対し、その頻度については特に定めていないが、FINRA は、顧客情報は、顧客状況の変化に対応して、顧客口座の不適切な扱いを回避し察知するために合理的な間隔で取得されなければならないとする。

顧客情報収集に合理性が認められるかは、個別の状況により判断される。SEC 規則 17a-3 は、顧客の適合性判断を 36 ヶ月ごとに求める。証券事業者は、顧客口座情報についてもこの判断に従い改訂が求められる。

IV　適合性原則の類型と判断

1　商品適合性

1.1　意義

商品適合性とは、証券事業者において推奨対象の金融商品等が一般投資家に適合すると信じるに足る合理的根拠を求めるものである。すなわち、推奨対象の商品、取引、取引方法・態様が、一般顧客への推奨を行うに足る合理性を備えるべきとする法理である。わが国では、これについて後掲のとおり、「合理的根拠適合性」の用語が用いられるこれは、米国の証券取引に関する SEC 決定や、判例法上で発展してきたもので、証券事業者

において推奨取引が、特定の顧客のみならず一般顧客に適合すると判断するについて、適当かつ合理的な根拠を求める[20]。商品適合性の判断は、証券の健全性に関するものである。

ある金融商品が一般顧客に適合しないと判断されれば、個別顧客における顧客適合性を判断するまでもなくその販売や取引の受託は禁止される。

証券事業者には、推奨証券の特性、証券発行者の業務及び財務・資産状況についての調査や、そのための体制整備が求められる。

FINRA は、商品適合性について次のように説明する（準則 2111.05（a））。

> 「(a) 合理的根拠適合性は、協会員又はその関係者において、当該商品が一般投資者に適合すると信じるに足る合理的根拠の具備を求めるものである。何が合理的注意の判断要素となるかは、証券または投資戦略に伴う複雑性またはリスクの大きさにより異なる。協会員またはその関係者は、合理的注意を払うことで、推奨対象証券または投資戦略に伴うリスクと利得の理解が可能となる。このような理解が不足したままでの証券や投資戦略を推奨することは、適合性原則違反にあたる。」

1.2　商品適合性の判断

NASD は、従前から、ヘッジファンド（NASD［2003a］）、新奇性投資商品（NASD［2003b］）、非従来型商品（NASD［2005a］）や仕組商品（NASD［2005b］）などの商品適合性に関し、協会員宛広報（Notice to Members「NTMs」）を出している。これら商品は、一般顧客にとって仕組みの理解が難解であり、リスクが不相当に高い特性を備える。協会員宛広報は、このような商品特性を踏まえ、商品適合性の判断指標を具体的に呈示し、協会員に対し、品販売に先立ちその特性を調査するとともに商品適合性を具えるかどうかの判断を求める。

証券事業者は、商品の性質や、商品に伴う収益と同時に潜在的リスクを

理解するために相当な注意を払わなければならない。対象商品について販売資料や開示書面上の説明がなされていても、それが商品リスクに関する十分かつ適切な情報でなければ、相当の注意を払ったとはいえない。

NASD は、仕組商品に関するガイダンス（[2005b]）上で、推奨される仕組商品が、参照資産の変動率、予測収益率によることなしに価格付けがなされる場合には、証券事業者に対し、当該金融商品の商品適合性の存否についての検討を求める。例えば、二つの仕組商品において、両者の価格変動が類似するにもかかわらず債券の収益率が相当に異なる場合には、低い収益しかない仕組商品については商品適合性の存否について調査が必要となる。また、リスクが収益性を上回る場合には、商品適合性を疑うべきとする。

2　顧客適合性

2.1　規制

証券事業者は、金融商品や投資戦略の推奨に際し、合理的注意を払って顧客の投資属性を調査・確認し、取得された情報に基づき当該推奨商品等が顧客に適合すると信じるに足る合理的根拠を有しなければならない（規則 2111（a））。

FINRA は、協会員または関係者に対し、広範な顧客属性に関する情報の取得と分析を踏まえ、規則 2111（a）の定めるとおり、顧客の投資目的に照らして、当該推奨が特定の消費者に適合すると信じるに足る合理的根拠を有することを求める（規則 2111（b）。

FINRA はまた、「顧客の金融取引」について、次のように定める（準則 2111.06）

「FINRA 規則 2111 は、協会員または関係者が、顧客がそれを行うことが可能な財務能力を有すると信じるに足る合理的根拠を有してい

なければ、証券又は証券の継続的購入、または証券を含む投資戦略の利用を含む取引または投資戦略を推奨してはならないとする。」

旧 NASD 規則 2310 は、不正行為の類型を検討する解釈（NASD IM）を含む。FINRA はこれを削除していないが、その大半は、他の規則か、新適合性原則規定中に編入されている。

無権限取引について、FINRA 規則 2010（従前の NASD 規則 2110）では、公平取引原則の違反とされる[21)]。

2.2　投資戦略への適用

改正規則は、投資戦略の推奨に対しても適合性原則が適用される者を定める[22)]。投資戦略とは、顧客の投資ポートフォリオ選択のための一連のルール、行動や手続を指す。FINRA は、このような「戦略」の概念を広く解すべきとしている（準則 2111.03）。

「この規則で用いられる「証券を含む投資戦略」の文言は、広く解釈されるべきであり、証券を保有させる者が明らかな推奨を含む。しかし、次の推奨については（単独または他のコミュニケーションと併せて）、特定の証券の推奨を含まない限り、規則 2111 の適用が除外される。

(a)　一般的な金融及び投資情報で、

(i) リスク及びリターン、分散投資、ドルコスト平均など基本的投資概念、組成リターン、投資から差し引かれる税金、コンセプト、

(ii) 標準的市場指標に基づく、資産クラス（証券、債券又は現金）別収益の経過的差異、

(iii) インフレ効果、

(iv) 将来の退職後の収益の必要の見通し、及び

(v) 顧客の投資属性の評価を含むもの、

(b)　雇用者がスポンサーとなる退職金、退職利益プラン、プラン上の参加、プラン参加の利益、及びプランで提供される投資オプションに関する情報、

(c)　資産配分モデルで、

(i) 一般的に受容されている投資理論を基礎とするもの、

(ii) すべての重要な事実及び合理的な投資者の資産配分の評価に影響する予測の開示、または当該モデルを説明するもの、及び

(iii) NASD IM-2210-6 による資産配分モデルが「投資分析ツール」である場合に NASD IM-2210-6（投資分析ツールの利用の要件）を満足するもの、及び、

(d)　上記を含む双方向的な投資資料。

推奨が、結果として顧客の取引をもたらすものであるかどうかにかかわらず、証券事業者又はその関係者が証券又は戦略の推奨を行なえば、改正規則が適用される。「戦略」という用語は、証券保有に向けたブローカーの明示的な推奨を捉えるものである。顧客が証券事業者又はその関係者の投資経験や知識に依存するかどうか、当該推奨が証券事業者の手数料を生じさせるものであるかどうかにかかわらない。

但し、教育用の資料については、特定の証券についての推奨を含まない限り改正規則の適用除外とされる（準則 2111.03)。

なお、FINRA（[2011d]）は、近時の低金利の下で、投資者に対し、伝統的な低リスクの投資を処分し、高リスク、高収益債券、変動金利ローン債、仕組商品などの高い複雑性を持つ投資を行うなどの投資戦略を変更させる行為に関して警告を出している。

2.3　商品保有と継続させる者の推奨

改正規則は、適合性原則が証券の売り買いに止まらず、証券を処分せずに保有し続けることへの推奨に対しても適用されることを明らかにする。

このような推奨は顧客に新たな手数料を負担させるものではない。このことから従前の判例は、このような証券保有の継続推奨に適合性原則が適用されないとしていた[23)]。改正規則はこの判例の扱いを変更するものである。

2.4　顧客属性の調査

改正規則は、証券事業者が、適合性を分析するために取得が求められる顧客情報の範囲を広げた。

まず、旧 NASD 規則は、顧客適合性判断のための顧客情報を「合理的努力を払い」取得すべきことを求める努力規定であったが、改正規則は、証券事業者に顧客の投資属性の確認を「義務づけ」る。

次に、旧 NASD 規則は、証券事業者が取得すべきとされる顧客情報として、顧客の財政状況（financial status）、納税状況（tax status）、投資目的（investment objectives）その他、推奨を行うに際して、合理的と判断される情報をあげるに止まる。改正規則は、その範囲を、次のとおり拡大した。顧客の年齢（the customer's age）、他の投資（other investments）、財務状況と必要（financial status and needs）、納税状況（tax status）、投資目的（investment objectives）、投資経験、投資期間、流動性の必要、リスク許容度、その他顧客が証券事業者に対し、推奨に関連して開示した情報（FINRA 規則 2111（a））。

なお、規則改正に向けたパブリック・コメント中に、顧客の投資経験、投資期間、リスク受容度などの要素は、個別の取引ではなくポートフォリオ全体の見直し時に検討されるべき事柄であるとの意見が出された。これは、取引ごとにこの事項の検討を求めることは、異なる流動性、リスク、投資期間の証券で組成される顧客の分散ポートフォリオ組成を阻害するとするものである。しかし FINRA は、個別的な推奨の分析と投資ポートフォリオの分析は相互に排除しあうものではなく、推奨のたびごとの適合性判断は、顧客の他の投資と関連させて行われるべきことを繰り返し述べる。

これは、規則が、証券事業者に対し、顧客の他の投資に関する情報の収集と分析のために合理的努力を払うことを求めていることからも窺える。

「顧客の投資属性」に関するすべての事項は、すべての取引推奨に関わるわけではない。証券事業者が取得し分析しなければならない情報のタイプの決定には柔軟さが求められる（規則 2111.04）。しかし、これら事項は概ね適合性分析に関連する。証券事業者は、ある事項に関する情報の取得義務が緩和され、当該事実が収集対象とならないと判断する場合には、その合理的根拠について書面化しなければならない。

3　量的適合性

3.1　規制

FINRA 規則 2111 条（c）は、量的適合性について定める。これは、顧客口座を、事実上、コントロールするブローカーに対し、単体取引のそれぞれについては適合性を備えるように見えても、一連の取引推奨を一体として捉えることで、顧客投資属性の観点から全体としての推奨が顧客にとって過当ではなく、不適合ではないと信じるに足る合理的根拠を備えることを求めるものである。

準則は、量的適合性について、次のように説明する（2111.05（c））。

> 「量的適合性は、規則 2111（a）に定めるとおり、事実上、顧客の口座をコントロールしている協会員またはその関係者が、一連の推奨取引上で、単独取引を見れば適合性を備えるときでも、一体的に捉える場合に、顧客の投資属性に照らして過当取引にあたらず顧客に不適合ではないと信じるに足る合理的根拠を有していることを求めるものである。過当取引であると判断するための単独の基準はないが、顧客口座上の回転率、手数料率、及び出し入れ取引などの要素は、協会員またはその関係者が量的適合性義務に違反しているかどうかの調査の

ための根拠を提供する。」

3.2　適合性判断

量的適合性は、チャーニング又は過当売買に関する既存の判例法[24]の成果を踏まえたものである。顧客口座における売買回転率、手数料比率、出し入れ売買などの諸要素が、量的適合性の存否判断において斟酌される[25][26][27]。

FINRA は、ブローカーが顧客の口座を支配する状況で、不適合な数量の取引が推奨されてはならないことの重要性を指摘する。顧客口座のコントロール性は、ブローカーが一任権限を有しているか、事実上コントールしている場合に認められる。「事実上の口座支配」の存在は、顧客が日頃から、ブローカーの推奨を適正に評価できず、独立した判断を行えないことから証券仲介事業者の助言に従う場合に認められる[28]。

SEC 審決例には、量的適合性違反が、登録外務員が顧客口座をコントロールし、顧客の目的と財務状況に適しない場合に生じるとするものがある[29]。

4　わが国の適合性原則との比較

改正規則は、前掲のとおり、適合性を、商品適合性、顧客適合性と量的適合性の三つに分ける。その一部は、既にわが国の行政ガイドラインや事業者の自主規制規則で導入されている。以下では、特に後掲の仕組商品に関連する商品適合性及び顧客適合性に関するわが国の規制・制度について概観する。

4.1　商品適合性

4.1.1　金融庁

金融庁は、2011 年 9 月に公表された「金融商品取引業者等向けの総合

的な監督指針」中で、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の勧誘に係る留意事項（合理的根拠適合性・勧誘開始基準）として、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託の販売に関しては、顧客にとってリスク等が分かりにくい等の問題により、特に個人顧客との間でトラブルが増加している」と指摘する。そして、個人顧客に対してこれらの仕組債・投資信託の勧誘を行う金融商品取引業者においては、投資者保護の充実を図る観点から、適合性原則等に基づく勧誘の適正化を図ることが重要であるとする。日本証券業協会自主規制規則「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を踏まえ、具体的な検証に際して留意すべき事項として次を挙げる（金融庁［2011］）。

①投資者へ販売する商品としての適合性（合理的根拠適合性）の事前検証を行っているか。

②商品のリスク特性や顧客の性質に応じた勧誘開始基準を適切に定め、当該基準に従い適正な勧誘を行っているか。

わが国の金融庁はこの考え方を、デリバティブ販売について、業界の自主規制を通じ、投資者に販売する商品としての適否の事前検証を求める限度で採用する（金融庁［2010］）。監督指針Ⅳ 3-3-2（10）①、日本証券業協会投資勧誘規則 3 条 3 項）。金融庁は、例えば、輸出企業が為替変動のリスクヘッジをデリバティブ取引で行う場合、ヘッジ取引が「事業の状況や市場における競争関係を踏まえても、継続的な業務運営を行う上で有効なヘッジ手段として機能すること」を理解している者以外の顧客に勧誘する行為は、顧客適合性に違反する可能性があることを指摘する。（監督指針Ⅳ 3-3-2（6）③）

4.1.2　自主規制

金融庁による「合理的根拠適合性」の考え方の導入に伴い、事業者団体は自主規制中にこの考え方を盛り込む。日本証券業協会は、「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」に関するパブリック・コメントへの応

答上で、「規則改正において、店頭デリバティブ取引に類する複雑な商品・取引を定め、協会員が当該商品・取引等を販売するに当たっては、当該商品・取引等についての特性やリスクを十分に把握し、当該商品・取引等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならないとする「合理的根拠適合性」や、一定の基準に適合した者でなければ、当該商品・取引の販売の勧誘を行ってはならないとする「勧誘開始基準」を導入するなどにより、協会員に対し、適切な対応を図るよう求めている」旨述べる（日証協［2011a］）。

同協会は「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を改正、2011年4月1日から施行した。ここでは、「勧誘における適合性原則の徹底」として、①協会員は、当該協会員にとって新たな有価証券等（有価証券、有価証券関連デリバティブ取引等及び特定店頭デリバティブ取引等）の販売を行うに当たっては、当該有価証券等の特性やリスクを十分に把握し、当該有価証券等に適合する顧客が想定できないものは、販売してはならない（合理的根拠適合性の新設）（3条3項）とした。これは、「商品販売前の検証の義務付け」を行い、販売対象商品の適合性すなわち「合理的根拠適合性」の検証を定めるものである。これは、証券会社や登録金融機関が商品を新たにラインナップに加えるときに、当該商品のリスク・特性を十分に検証し、その商品に適合する顧客が想定できないものについては販売してはならないとする（日商協［2011a］）。

4.1.3　判決例

判決例上で、商品適合性違反を明示的に認め、これを理由として損害賠償を認めた事例は見当たらない。

商品適合性の考え方は前掲のとおり、推奨商品の特性上の複雑性、リスク性の高さが一般の投資顧客に適合しないと判断される場合に、その推奨を禁止するものである。これは、当該商品の経済的合理性を認めないとする考え方で、その違反は、証券事業者の説明義務が履行されたかどうかに

かかわらない。なお、わが国における近時の判決例に、福岡高判平成23・4・27（証券被害判例セレクト（「セレクト」）40巻164頁）がある。これは、推奨商品の説明義務違反を信義則違反にあたるとして無効とする。これが、対象商品のリスク性の高さからその経済合理性が認められないとする考え方を基礎とするものであれば、これを、商品適合性違反を認めたものとの評価が可能となる。

4.2　顧客適合性

4.2.1　前提として顧客のとらえ方

商品適合性の存否判断に際し前提となる顧客は一般顧客である。これに対し、顧客適合性の存否判断が前提とする顧客は特定の顧客である。改正規則は、商品適合性との比較で、これが「特定の顧客」適合性であることを明確にする。わが国もこの点について異なるところはない。

しかし、判決例上は、顧客の年齢、職歴等の一般的特性に着目しつつ、当該属性を備えるグループの平均的顧客を基準として顧客適合性の存否を判断するものが少なからず見受けられる。この点、EU不公正商慣行指令(Unfair Commercial Practices Directive[30])は、不公正な取引方法であるかどうかの判断を、一般の平均的消費者、あるいは特定の消費者でもない、年齢、精神的・身体的障害者、依存性などでグループ分けし、当該グループの平均的消費者を基準として行う。わが国の判決例は、この考え方に近いものといえないか。

4.2.2　顧客適合性分析の考慮事情

日米間の顧客適合性に関する考え方の違いは、顧客属性判断に際しての考慮要素の内容や範囲に色濃く反映する。FINRA規則2111は、前掲のとおり、顧客適合性分析・判断の前提として収集が求められる顧客情報として、年齢、他の投資、財務状況と必要、納税状況、投資目的、投資経験、投資期間、流動性の必要、リスク許容度、その他顧客が証券事業者に対し、

推奨に関連して開示した情報をあげる。

これに対しわが国の適合性原則は、その判断の考慮要素として知識、経験、資産状況及び投資目的を挙げるに止まる。これは FINRA 規則に定める要素中の一部にすぎず、また、これと齟齬するものもいくつか認められる。

第一に、わが国の適合性原則中の「資産状況」は、FINRA 規則上の「financial status」(「財務状況」) に相当させる趣旨であろうしかし、その意味合いは異なる。「財務状況」とは、一般に「金回り」をいい、資産から負債を控除した後にどの程度の資金を有しているかで判断される。これに対しわが国の判決例には、資産状況の中に「不動産」を含めるものがある。しかし、「財務状況」には、居住用不動産や生活用資産は含まれないというべきである。これに関しては、後掲のオプション口座開設の適合性に関する FINRA 規則が、全資産の中から居住用不動産を除外している点が参考となる。

第二に、適合性判断の考慮事情としての「知識」に関する点である。わが国における各種の適合性規制は、一般に、適合性判断の考慮要素として、「知識」を挙げる。しかし、FINRA 改正規則は、適合性判断における顧客属性として experience（経験）を盛り込むものの、knowledge（知識）は挙げていない。

4.2.3 「知識適合性」と説明義務

前掲のとおり、わが国の適合性原則規制は、なべて、その判断の考慮事情中に「知識」を含める。ここでの「知識」は、関係法文上で定義がなされていない。このことから、字義どおり、これを商品に関する「事実」「知識」「情報」に矮小化して、理解する判決例も少なくない。例えば、適合性の存否判断で、「投資についての知識をほとんど持たず」（仕組債に関する東京地判平成 22・9・30［セレクト 40 号 75 頁］）とするものなどは、「知識」を文字通り、認知の対象としての「知識」と捉える一例である。

なお、これを「投資判断能力」と捉える判決例もある。例えば、株式取引に関する大阪高判平成22・9・18（セレクト38巻82頁）は、適合性原則の存否判断に際しての「知識」や「経験」を、それ単体ではなく、投資判断能力の存否判断を行う上での考慮事情と捉える。同判決は、証券事業者側が、顧客が事案の取引において取引経験を積みながら、相場状況に合わせて順次その取引態様を変えているとし、そのような事情も合わせて適合性判断を行うべきと主張したのに対し、顧客は証券事業者「担当者らが勧誘するままに、それに従って本件取引をしただけであって、本件取引期間中に本件取引前と比較して、株式取引に関する知識や経験が身につき、投資判断能力が向上したものとは認められない」として事業者側主張を退けた。この判決は、顧客を、顧客一般、あるいは年齢や職業から括られる顧客グループを基準とせず、特定の「顧客」に焦点を合わせ、かつ「知識」を対象取引に関する事実や情報ではなく「取引能力」とし、当該取引に関する理解力、判断力などの取引能力の存否により適合性判断を行なったものと解される。

4.2.4　米国における「知識」適合性

前掲のとおり、適合性原則に関するFINRA規則は、証券事業者が顧客適合性判断のために収集し、分析が義務づけられる顧客属性中に、knowledgeを含めていない。旧NASD2310も、顧客のknowledgeやexperienceから構成される理解力や判断力（sophistication）考慮事情としていないとされる（Pearce et al.［2011］）。但し、オプション口座の適格性についてFINRAは、口座開設に際して確認すべき顧客属性として、オプション、株式及び債券、商品（commodities）、その他金融商品の「投資経験と知識」（取引の年数、規模、頻度及びタイプ）を上げる。ここでは、knowledgeはexperienceと合わせて規定される。ここでknowledgeとは、一般に、経験や教育を受けることで獲得される事実、情報や能力、対象に対する理論的、実際的な理解をいう（Oxford）。事実（facts）や、情報

(information) は、knowledgeの組成要素に過ぎない。その意味でknowledgeとは、単なる「知識」ではなく、経験と合わせ、対象商品や取引に関する事実や情報の「理解」ないし「理解力」「判断力」を意味する概念である。knowledge及びexperienceが適合性判断の考慮事情とされるのは、オプションを含めた金融商品取引に関する。すなわち、これらの要素はオプション取引を行うに適格な「洗練投資家」(sophisticated investor) であるかどうかの判断に関わる。

米国においてオプション取引などリスク性の高い取引以外で、適合性判断の考慮事情として顧客の理解力・判断力などの「洗練性」の存否判断が問われないとすれば、このことは、わが国の適合性判断にどのような影響を及ぼすのか。

わが国では金融商品取引において、証券事業者が説明義務と履行したといえるためには、対象商品の仕組みやリスクの単なる呈示では足りず、それが、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らし、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない（金融商品販売法3条2項)。しかし、米国におけるように顧客が対象商品の仕組みやリスクに関する知識や理解を備えることが、それ単体で適合性判断の考慮事情とならないとすれば、それは、他の考慮事情、すなわち投資意向や財政状況の存否判断の中で問われることになる。前掲のとおり、FINRAは、適合性判断のための顧客属性として、顧客の年齢、他の投資、財務状況と必要、納税状況、投資目的、投資経験、投資期間、流動性の必要、リスク許容度を求める。これらのほとんどは、顧客の投資意向を具体化した事情である。このような、顧客の意向が適正とされるためには、顧客に一応の理解力、判断力の存在が前提となる。

わが国の裁判例上での顧客適合性の存否判断上で、「知識適合性」あるいは「理解力・判断力」の要素は、比較的大きな比重を占める。顧客にお

いて、年齢、学歴、職歴等から、取引から排除されない程度の金融商品に関する理解力、判断力があり、資産・収入上の格別の問題が認められなければ、資産適合性、知識適合性があるとされる。そして、証券事業者からの対象商品に関する一応の説明がなされれば、これを踏まえた勧誘に顧客が応じれば、意向適合性が推認されるとすることにさして障碍はないように見える。その上で、証券事業者が顧客に対し、当該商品に特有の仕組みやリスク説明を十分行なっていないか、あるいはその説明を顧客が理解できていなければ、説明義務違反と扱われることになる。

しかし、知識適合性が、顧客の投資意向とは別個独立に適合性判断の対象とならないとすれば、事情は異なる。事業者の商品説明の内容や方法、程度のいかんにかかわらず、顧客において、現実に対象商品の仕組みやリスクが理解できていなければ、その理解を前提とし、それに依拠する投資意向も認められないことになる。この考え方によれば一般的な顧客属性を前提として、事業者による一般的な商品・リスク説明がなされることで、比較的容易に意向適合性を認める扱いには変更が迫られることになろう。

4.3　仕組商品適格口座

日本証券業協会は、協会員における店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・投資信託及びレバレッジ投資信託の販売勧誘適正化のために、2011 年 2 月 1 日付で「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」(「投資勧誘規則」）の改正を行った。これは、対象金融商品の商品性・リスク等に応じ、①勧誘における適合性原則の徹底、イ . 合理的根拠適合性の検証（投資者へ販売する商品としての適否を事前検証)、ロ . 勧誘開始基準の設定、②勧誘・販売等における説明義務の強化、イ . 注意喚起文書の交付、ロ . 重要事項の説明、ハ . 確認書の受入れ、③店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債等の判断基準等（ガイドライン）の策定を行う。また「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」であるかどうかの判断指標

を示す（日商協［2011c］）。

これによれば、例えば仕組商品の一つであるパワ・リバース・デュアル・カレンシー債も「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債」に含まれる。この商品は、円高が進行すればゼロ金利のまま、満期まで投資資金が拘束される点で、大きな機会リスクが生じる。このような商品特性からは、異なる通貨間の金利のスワップにオプションの売りを組み込んだ金融商品として理解した方が分かりやすく（吉本［2008］）、「デリバティブ取引に類する」というよりは、「デリバティブ」そのものであるとの指摘がなされる。

FINRA は、前掲のとおり、顧客が仕組商品の取引を適格とされるための要件としてオプション口座の保有を求める（NASD［2005］）。仕組商品が、オプション、スワップ、先物・先渡などのデリバティブを組み込んだ商品であることからすれば、むしろ当然のことである。同規則は、顧客がオプション口座を開設するにつき詳細な顧客属性の調査を求める。わが国は、これに関して FINRA 規則のような明確な基準を置かず、証券事業者の自主規制規則に一任し、その範囲として「顧客属性や金融資産の状況、投資経験、リスク許容度等を勘案して、合理的な根拠に基づき投資を行う対象顧客」とするにすぎない（日証協［2011b］）。FINRA 基準に比して、明確さを欠く点は否めない。

V　規則改正と民事責任への影響

1　問題の所在

米国では、適合性原則は FINRA の協会員向けの自主規制規則に止まり、その違反は、免許停止や金銭的な制裁の対象となるに過ぎない[31)]。他方で、FINRA 適合性原則は協会員が果たすべき注意義務の基準を定めるもので、ブローカーが顧客投資家に対してどのような信認義務を負担するかの判断

について有用とされる[32]。ただし適合性原則違反の推奨であるとして、証券事業者に対して損害賠償を求めようとすれば、仲裁によるか（FINRA規則 12200)、民事責任を定める法令等を根拠とせざるを得ない。これには、連邦証券法やコモンロー、ERISA、州証券法、契約責任などがある。

以下では、適合性原則が損害賠償請求の根拠となるそれぞれの規制中のどのような義務や違法性や要件に関わるか、これに付加してどのような要件が求められるかについて検討する。

2　サイエンターを要件とするもの

2.1　連邦証券法

米国 1933 年証券法は、証券取引に際して、投資者の財務状況その他の情報の提供を求めるとともに、欺罔、不実表示その他の詐欺行為を禁止する。米国 1934 年証券取引所法は証券市場の規制法である。前掲のとおり、いずれの連邦法も、適合性原則について格別の規定を置いていない。連邦証券法は、適合性原則を反詐欺条項上の義務と捉え[33]、その違反は、証券取引所法 10（b）及びこれに基づく SEC 規則 10-b5 による私法的救済を認める。

1933 年証券法 17（a）は一般的な反詐欺条項を定める。これは、証券販売におけるブローカーによる重大な不実表示、事実不告知や、購入者を欺罔する一切の行為や取引を禁止する。また、1934 年証券取引所法 10-b、SEC 規則 10-b5 は、証券取引[34]に関する操縦的または詐欺的方法または策略の利用を禁止する。

FINRA 規則は、良俗や証券事業者の専門性、公正取引や公正原則に基づく。従って、適合性原則違反に基づく制裁等につきサイエンター（心理的困惑、欺罔、操縦又は詐欺）存在は要件とされない。しかし、連邦法において証券詐欺が認められるためには、原則として、証券仲介事業者の不

適合な推奨が、不実表示又は重要事項の秘匿が存すること、それがサイエンターによることが必要とされる[35)36)]。サイエンターとは、無思慮な不正行為であること、すなわち通常の注意義務に著しく逸脱した不合理な行為であることの行為者の認識をいい、それによる危険性をブローカーが知っているか、知り得べきことが明白であることが必要である[37)]。これは、上記規制が反詐欺条項としての性格を有することに起因する。ただし、1933 年証券法は、証券事業者が無登録証券を販売する場合には、厳格責任を認め、故意、過失等を不要としている（12 条（1））。

2.2　コモンロー詐欺

適合性原則違反に基づく損害賠償請求の根拠として、コモンロー上のネグリジェンス（過失責任）がある[38)](Hazen, 2005, p. 379)。

過失責任の要件としては、(1) 証券仲介事業者が義務を負担していること、(2) 証券仲介事業者がその義務に違反したこと、(3) 違反の効果として顧客に損害が生じたことが求められる。この点で、信認義務違反の主張に近いが、過失責任に基づく主張では、前掲（1）の証券仲介事業者の負担する義務は、信認義務ではなく過失責任上の義務となる。

過失責任上の義務は、一定の行為基準に則した強制力のある義務である。NASD 規則の適合性原則上の義務がこれに該当すると判断したものに Hand v. Dean Witter Reynolds, Inc. 事件判決[39)]がある。

3　サイエンター、正当な信頼を要件としないもの

3.1　信認義務違反、ERISA 信認義務違反

米国では、適合性原則違反行為の民事効の根拠として信認義務[40)]ないし忠実義務[41)]が主張される。信認義務は、コモンローや 1940 年投資会社法[42)]、1974 年米国企業年金法（Employee Retirement Income Security

Act of 1974「E.R.I.S.A」）などの連邦法上、州法上で規定される。統一信認法（Uniform Fiduciary Act）及び統一受託者権限法（Uniform Trustees' Powers Act）は、州法規定のモデルとなる。

また、判例法[43]は、投資助言者法（Investment Advisers Act）206条（1）（2）が、投資助言に対する行為規制として、信認原則を定めたものと解釈している。これにより投資助言事業者については、顧客との間で常に信認関係が存し、顧客に対し、関係の当初時点からの取引やその他の事項に関する利益衝突の開示義務、顧客利益の優先義務等の一連の信認義務を負う。

ブローカーについても、判例は、一任取引[44]、非一任口座での事実上のコントロール[45]、事業者への信頼関係[46]が存する場合など一定の状況下で、顧客に対する信認義務を認める[47][48]。非一任口座でも限定的な事項についての信頼に基づく信認義務が認められることがある[49]。

信認義務の具体的な内容については、Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith 事件判決[50]が、次のように述べる。（1）その性質、価格及び金融評価が情報に基づくものとなるように十分に調査した後に株を推奨すべき義務、（2）顧客利益に最も沿う方法で顧客の注文を適時に実行すべき義務、（3）対象証券のリスクについて顧客に情報を提供すべき義務、（4）自己取引（self-dealing）または特定の証券に関するブローカー自身の利益を開示すべき義務、（5）取引に関する重要な事実につき誤導的表示を行わない義務、（6）顧客から権限を受任した後においてのみ取引を行うべき義務。

FINRA などの自主規制規則は信認義務に基づく適合性原則違反の主張上で、違法性の判断基準として重要な役割を果たしている[51]。旧 NASD 規則上の適合性原則は、SEC 規則違反におけるよりも、特定の場面での証券仲介事業者の信認義務責任を強調している。

3.2　州証券法上の反詐欺規定違反

州証券法によっては厳格責任を定めることで、証券事業者に対する正当な信頼やサイエンターの存在を不要とするものもある。

例えば、アリゾナ州裁判所は、州証券法に違反する不実表示や事実不告知に対し、厳格責任を認める。アリゾナ州第 9 巡回控訴裁判所は、Garvin v. Greenbank 事件判決[53]においてアリゾナ州証券法によれば、証券詐欺は厳格責任であるとの顧客側主張を認める。裁判所は、証券詐欺について定めるアリゾナ州証券法 A.R.S. §13-202（B）（1978）は、その違反について証券事業者の主観的要件を不要とする厳格責任の一つであり、サイエンターは証券詐欺に基づく損害賠償の要件とはならない旨を述べた。これにより、1978 年の立法時に指摘されたようなサイエンターの存在がアリゾナ州証券詐欺の要件であるかどうかの疑義が払拭された。

また、テキサス州証券法も同様の規定を置く。同法上の反詐欺規定（33（A）（2）及び（B））は、顧客に対し適合性について不実表示を行うか、推奨する証券が顧客に適合しないことについての不告知を行う証券仲介事業者に損害賠償責任を課す。その要件として、証券仲介事業者のサイエンターや、顧客の当該事業者への信頼は不要とされる。すなわち、同証券法は厳格責任を課す（Ebaugh et al.）[54]。

3.3　契約責任

投資者とブローカー間の合意中に、ブローカーが、NASD 規則など自主規制規則に従う旨の条項を含まれる場合には、規則上の適合性原則違反は同時に契約違反を構成する。契約上でブローカーが NYSE 規則上の適合性原則に服する旨の文言がある場合、顧客は契約違反を理由としてブローカーを訴えることができるとしたものに Komanoff v. Mabon, Nugent & Co. 事件判決[55]がある。また、Siedman v. Merrill 事件判決[56]は、ブローカーによる NYSE 規則違反は、州法違反、過失責任のほか契約違反を

構成するとした。

4　証券事業者と信認義務

上記のとおり、いくつかの州証券法上は、適合性原則に違反する証券事業者の行為は、直ちに損害賠償責任を生じる。また、信認義務違反を根拠とする場合には、証券事業者と顧客との間に信認関係が必要とされる。そして、従来の米国判決例は、信認関係の認定に慎重であったとされる。

前掲のとおりSECは、前掲のDodd-Frank法913条に基づく調査の結果、証券投資助言・運用事業者に求められる信認義務を、一般投資顧客に対して個別の投資助言を行う場合のブローカー・ディーラーを含む証券事業者に及ぼすべきこと、これに関する規則の整合性を図るべきことを提言した。これにより、信認義務違反を要素とする適合性原則違反による損害賠償責任の追及要件の大幅な緩和が図られることになる。それに先立つ今回のFINRAの適合性原則の拡充は、投資顧客の保護をより一層進めるものである。

VI　仕組商品販売と適合性原則

1　仕組商品の意義と特性

1.1　意義と特性

仕組商品（structured securities products）とは、債券や預金にデリバティブを組み込むことで、通常とは異なるキャッシュ・フロー[57)]を持たせた金融商品である。デリバティブとは、取引の対象となる原資産の動きに連動して動く先物（先渡）取引・スワップ取引やオプション取引を総称したものであり、これらを組込む仕組商品は、原資産のキャッシュフローの自由な変更を可能にする。これは、株式と債券に二極化した原資産のキャ

ッシュフローを、投資家のニーズに合わせて再構築する役割を果たす（渡辺［2008］）。

仕組商品の意義について、米国の旧 1933 年米国証券法規則（「SEC 規則」）434 条[58]は、「キャッシュフローの性質が一つかそれ以上の指標に依存する証券、又はフォワード、オプション、又は投資者の投資リターン及び発行者の償還義務が原資産、指数の価格、金利又はキャッシュフローの変動に依存するか高く感応する証券が組み込まれた証券」と定義する[59]。

仕組商品の特性について SEC（2011）は、仕組商品の特性として、一部又は全部の元本保証、高金利、レバレッジ、参照資産との非対照的な価格連動性を上げる。また、一般に、仕組が複雑であり、リスクの幅は広範で、適合性や説明義務、流動性の制約、高額の手数料構造、流通市場の不足、価格決定の不透明性などの問題が生じると指摘する。これは、仕組商品が、証券取引所に上場されていないか、上場されたものについても商いは極めて薄いことによる。

1.2　種類

SEC スタッフリポート（2011b）は、実際にはこれらが組み合わされてさまざまな商品形態を取るとしつつ、仕組商品を償還及びリスク性の程度から 5 つの基本的カテゴリーに分ける。

第一は、一部又は全部の元本保証を行う債券で、最も基本的なものとされる[60]。SP500、日経 225、ナスダックなど広範囲の株式指数にリンクする。「元本保証」がなされるのは、満期まで保有した場合であるが、これは発行者の信用性に依存する。リンク先の原資産として、私的な指数や複数証券もあるが、米国では、一般に、SP500 又はラッセル 2000 などの指数が用いられる。元本完全保証型債券の収益性は一般に低い。満期は 5 年かそれ以上であるが、通常は 6 ヶ月から 2 年で償還される。

第二は、収益改善型債券で、高金利のクーポンの支払いがなされる。複

数の元本保証レベルがあり、原資産の価格変動による収益に上限が付される。収益改善債券がリンクする原資産は、一般には単体株、バスケット株、指数である。原資産を指数とする商品は、他の商品に比べて元本保証性が高く、長期満期、低収益性商品である。満期は、5年か、それより短期の1年半から2年である。

第三は、運用・市場参加型債券で、金などの原資産や長期―短期戦略などの投資戦略にリンクするものである。長期―短期の仕組商品は、株又は指数バスケット、及びバスケット株又は指数の長期ポジション、又は異なるバスケット株又は指数の短期ポジションにレバレッジがかけられるが、投資者にその運用益の取得機会が与えられる。但し、小規模投資家が簡単に購入できる商品ではない。

第四は、レバレッジ強化型参加債券（leveraged/enhanced participation notes）で、レバレッジが高められた商品である。原資産上の収益が、2回又は3回程度支払われるが、これには上限が付され、元本保証はない。

第五の類型は、以上の基本型を修正するか組み合せた多種の仕組商品である。逆転換債（reverse convertible notes）もその一つである。単独の原資産にリンクする逆転換債は、投資家が仕組まれたプットオプションの売り手（writer）とするもので、最も危険性が高い商品とされる。

SECスタッフリポートは、この逆転換債の特性を次のように説明する（[2011]）。

> 「一般の株式にリンクする逆転換債の償還は、リンク先の株式が、債券の償還期間中に、価値を増加する場合（又は同じ価値を維持する場合）には、高い金利に加えて満期に元本が返還される。しかし、債券の償還期間中のあらゆる時点で、原資産の価格がトリガー（ノックイン）価格を下回ったとき（たとえそれが一日内であっても）、または株が評価時点で当初レベルを下回ったときは、満期時の元本支払いに代えて、顧客投資家に、予定された数の下落した価格の株が渡され

る。顧客は債券の償還期間中は、クーポンの支払いを受けることができるものの、満期時に引渡される株式の価格は、元本額を下回る。すなわち逆転換債は、顧客投資家を原資産株のオプションの売り手の立場に立たせるものに他ならない。このような債券は、株式価格の変動や下落により、損失が発生する可能性があるにもかかわらず、伝統的な固定収益が得られる投資として、不適切な販売がなされがちである。」

同リポートは、満期時の償還水準について、次のように説明する。

「トリガー（ノックイン）価格は、一般には当初の参照原価格の 70〜80 パーセントに設定される。当初の参照原価格は仕組商品が当初時点の発売日の参照株式の終値、評価日は債券の満期日前の数営業日とされる。[…]。逆転換債のいくつかは、トリガー・ノックイン価格に触れることで、満期の株価のいかんにかかわらず、投資家に、当初の元本を割った金額での償還しか得られない結果をもたらす仕組みをもつ。」

1.3　証券事業者の収益

SEC スタッフリポートは、仕組商品上の販売手数料について、次のように述べる。

「これは、事前に販売価格に含められた販売収益であり、債券の仕組み及び条件の複雑性により異なる。仕組商品の満期は 3 ヶ月から 3 年の幅で設定されるが、その手数料は販売価格の 1.5 から 3 パーセントを占める（仕組商品に近い、5 年以上の満期の資産リンク譲渡性預金証書及び FDIC 保険の手数料は、5 パーセントかそれ以上である）。」

わが国の証券事業者が、この種の取引でどのような手数料や収益を上げているかは明らかではない。仕組商品をめぐる訴訟で、顧客側からの開示請求がなされても、事業者側はこれに応じないようである。

2　仕組商品に関する規制

2.1　仕組商品に関する規制広報等

FINRA（2005）は、仕組商品販売に関し、証券事業者が遵守すべき適合性義務として、商品適合性及び顧客適合性をあげる。FINRA はまた、逆転換債について、従来から協会員宛広報（FINRA［2005］）や規制広報上（FINRA［2010］）を通じて、協会員に対して適合性原則遵守を呼びかけている。

2005 年 9 月、NASD は、一般顧客への仕組商品の販売に関し協会員向け広報を出した（NASD［2005b］）。この公報は、協会員が販売業務上の義務を適切に履行していないことが懸念されたことによる。なお、前掲のとおり、2003 年 11 月には、新奇性投資商品販売時の事業者の義務に関する広報（NASD［2003b］）を、2005 年 4 月には、複雑性商品含む新しい投資商品を見直すための最良業務に関する広報（NASD［2005a］）をそれぞれ出している。

仕組商品に関する広報は、協会員に次の点について遵守を求める。

(1) 販売時にバランスの取れた情報開示を行うこと、

(2) 仕組商品の購入について適格性のある口座であることを確認すること、

(3) 仕組商品に関し公正な取引を行うこと、

(4) 商品適合性の判断を行うこと、

(5) 顧客適合性の判断を行うこと、

(6) 監理コントロールシステムを点検し維持すること、

(7) 関係者の教育を行うこと。

同広報は、上記 (2) の口座適格性について、次のように述べる。

「協会員は、オプション取引を承認された口座を有する顧客のみが仕組商品を購入できることに留意しなければならない。仕組商品とオ

プションは類似したリスク性を有する。投資元本が参照商品の市場動向によるリスクに晒されることから、仕組商品は、顧客がオプション取引を承認された口座を有持つことをその購入の要件とすることが、投資者保護にとって適切である。

オプション取引を承認された口座において、投資者の元本が参照証券の市場動向によりリスクが生じるような仕組商品を販売するに際し限定を設けていない事業者は、仕組商品の販売を、このようなリスク負担が適切と考えられる投資者に対してだけ行うための適切な手続きを定めるべきである。

これら事業者は、オプション取引が承認されない口座しか持たない投資者に対して仕組商品を販売する場合には顧客がそれを購入することが妥当と判断される根拠を示さなければならない。

協会員は、一般的な適合性調査に基づいて仕組商品の口座承認をしないよう留意しなければならない。また、すべての仕組商品が、その購入が承認された口座のすべてに適合するわけではない。」

次に、商品適合性については、次のとおり。

「(NTMs) 03-07 及び 03-71 で示したとおり、協会員は、投資者に対して商品を推奨する前に、合理的根拠適合性が存することの判断を義務づけられる。合理的根拠適合性の考え方は、当該仕組商品が一般投資顧客に適合することを求めるものである（これは、個々の投資者ごとになされる顧客適合性の判断とは異なる)。

協会員が合理的根拠適合性義務を履行したといえるためには、潜在的なリスクや収益を理解すると同時に、商品特性を理解するための適切な専門家責任の履行が求められる。

事業者はまた、NTMs05-26 が示すガイダンスを遵守しなければならない。これは、仕組商品を含む新奇商品の開発と検討を行うに際して最良の努力を払わなければならないとするものである。協会員は、

当該商品が、参照される原資産商品の変動による潜在的収益のレートが、同種投資に比べ、商品の条件、変動性、仕組商品が発行された時点の市場リスクに照らして均衡のとれない値決めがされている場合には、当該仕組商品が合理的根拠適合性基準に合致するかどうかを検討しなければならない。例えば、実質的に同じ変動性を有する参照証券を基礎とする同種の仕組商品でありながら、債券部分での収益レートが相当程度、異なる場合、低い収益性しかない商品は合理的根拠適合性基準に合致しないとの疑いがある。異なる商品・投資間では正確なリスク・収益の計算できないとしても、NASD は、市場専門家として重大な相違に疑いがない状況かどうかを調査し、同様のリスク・収益性を備える商品構成の下での他の類似の複合商品又は直接投資に比べて低い収益しかない商品は合理的な収益レートを有しないことを理解すべきと考える。」

同広報は、顧客適合性について、次のとおり指摘する。

「協会員は、仕組商品の購入推奨が、特定の投資家に適合することについて判断しなければならない。旧 NASD 規則 2310 条は、協会員は、顧客の財務状況、顧客の納税状況、顧客の投資目的、協会員又は推奨担当の登録外務員がこれを用いることに合理性が認められるその他の情報を調査し、当該推奨が特定の顧客に適合することを確認しなければならない。

仕組商品中のデリバティブ部分及びその種商品の元本欠損の可能性があれば、当該商品は債券に代わる商品を求める投資家には不適合と考えられる。仕組商品は、債券と同様に利払いがなされるが、その利得と損失については大きな違いがある。仕組商品の利得及び損失の可能性は、オプション契約、とりわけ投資元本が参照証券の価格変動により生じるリスクに晒される取引に類似する。この種商品については、登録外務員は、当該顧客がオプション取引に適合する条件を備えてい

るかどうかについて判断が求められる。特に、規則 2860（b）（19）（B）は、協会員又はその関連事業者が推奨を行うに際し、顧客が、財務状況に照らして推奨商品のリスク評価が可能であることが合理的に期待されるような知識及び経験を有し、財務的にオプション取引上で推奨されるポジションのリスクに耐えられる合理的根拠がない場合には、顧客に対してオプション取引を推奨すべきではないことを求めている。

協会員は、仕組商品の適合性とその参照資産の適合性とを同一のものと考えてはならない。NASD は、協会員が、参照資産の投資に適合性が認められることで参照商品に関連する仕組商品への投資への適合性を推認できるとは考えない。逆に、協会員は、仕組商品への投資に適合性が認められることで、参照商品への投資についても適合性が認められると推認すべきではない。前掲のとおり、仕組商品は参照資産に比べて大きなリスクがあることの代償としての利得を得ることができるものである。適合性の存否は、投資家ごとに、それぞれの特有の事情と条件を考慮して判断されなければならない。

加えて、商品が、市場レートを上回る利得が得られることの代償として元本の全てか重要な割合を失う可能性がある場合、投資上の利得の基礎となる参照資産のボラティリティの幅は、当該投資が顧客に適合するかどうかを判断する重要な要素となる。例えば、高いボラティリティのある仕組商品である ABC についてリスク性の高さから 40% の利払いがなされるとすれば、ボラティリティの低い仕組商品の XYZ は 20% の利払いがなされるに止まる。ABC が高金利商品である場合には、参照資産に対して高いボラティリティを帯びることから、従って、その元本欠損リスクは大きい。投資家にとって ABC は、より低い金利しかない XYZ 商品に比してより適合性が低いものとなる。」

2007年7月、一般投資者向けの仕組商品に関連し、5つの証券事業者取引団体[61]が共同で銀行、投資銀行、証券事業者、デリバティブ取引業者などの協会員向けに一連の原則を公表した。これは、小売仕組商品の発行者、製造者、販売者など、供給業者及び小売り事業者相互の関係に焦点を当てるものである。

2.2　逆転換証券に関する規制広報等

FINRAは、2010年2月、逆転換証券に関して規制広報（FINRA［2011d］）を出した。これは、証券事業者協会員に対し、複雑な仕組商品に関する販売上の義務について注意喚起を行うものである。この規制広報は、これら商品に関する一般投資家への説明が公正でバランスのとれたものであり、商品に伴うリスクを低く見積もらせないようにすることを求める。事業者はまた、登録外務員がこれら商品に伴うリスク、条件、コストを理解し、顧客にこれら商品を推奨する前に、適切な適合性分析を行うことを留意すべきとされる。

同広報はまず、逆転換証券を取引する顧客適合性については次のように述べる。

> 「NASD規則2310条は、協会員が証券の購入又は販売を推奨するに先立って、当該商品が少なくとも一般的な投資者に適合するとともに推奨対象である個別の顧客に適合すると判断するに足る合理的根拠を持たなければならない。逆転換証券が少なくとも一般的な投資者に適合性すると判断されるために、協会員は、製品のリスク、コスト、期限及び製品の条件を注意深くレビューし、理解しなければならない。協会員は、償還の仕組み、コールの特徴、投資者が元本満額を受領できるか、又は受領できない条件、参照商品のボラティリティ、商品の信用度、市場その他のリスクを含め、逆転換証券の期限、特徴を完全に理解しなければならない。逆転換証券は、それぞれ固有の特性を持

つことから、協会員は、推奨対象とする逆転換証券のそれぞれについて分析しなければならない（NTM05-0）。」

次に、同商品の商品適合性については、次のとおり。

「それぞれの顧客に特有の適合性の有無を判断するために、規則2310 条は、協会員が、以下の関係情報を取得するために合理的な努力を払わなければならないとする。(1) 顧客の財務状況（financial status)、(2) 顧客の納税状況、(3) 顧客の投資目的、及び (4) 協会員又は登録外務員が当該顧客に推奨を行うために合理的に見て必要と考えられるその他の情報。

協会員は、顧客の利益（例えば上記の市場金利を上回る期待）を考えるに際して、当該参照資産の潜在的なボラティリティと満期時における元本割れのリスクおよび当該商品に随伴するその他のリスクを必ず考慮しなければならない。

特定の仕組商品（逆転換証券）の条件によっては、内在するリスクと必要コストを考えると、市場金利ですら、特定の顧客に適合しているとは言えない場合がある。協会員は、元本償還ではなく参照資産の株式を受領しそれを保有することとなるおそれがあること及びその株式保有が当該顧客に適合しているかどうかをも考慮しなければならない。

加えて、NASD IM-2310-2（e）（デリバティブ商品又は新奇性商品に関する顧客との取引の公正）は、新奇の金融商品について推奨したり受注する場合に、顧客との間で公正な取引を行うべき協会員の義務を強調する。その解説は、「協会員は、新奇性商品が導入される都度、これらが個別の顧客の財政状況、取引経験、及び能力がこれら商品に含まれるリスクに合致するかどうかについて習熟し、これら商品に関する適切な情報を認識させるためのあらゆる努力を払うことが重要である。」としている。

そして、逆転換証券を取引するに足る口座適格については、次のとおり説明する。

「逆転換証券にはプットオプションが組み込まれていることから、協会員は、次の点をも考慮しなければならない。即ち、逆転換証券の購入者はオプション取引を承認された口座を保有している投資者に限定されるべきであるかどうか、また、それら商品にオプション取引の適合性要件を適用することが適切であるかどうか。なお、これには、オプション取引の開始を推奨する協会員において、当該顧客が、内在する諸リスクを評価し得る能力があると合理的に期待し得る金融取引にかかる知識と経験を備えると信じるに足る合理的根拠があるとの要件を含む（FINRA 規則 2360（b）（19））。オプション取引が承認された証券口座に限定しない協会員にあっては、逆転換証券がそこに内在するリスクを被ることが適切な投資者に向けてのみ販売されることを確保する代替措置を採らなければならない。そのような協会員は、オプション取引を行うことの承認を受けていない証券口座しか持たない投資者に対しても逆転換証券を購入することを許容する根拠を実証しなければならない。協会員は、また、ある証券口座において逆転換証券の売買を承認したからといって、それが完全な適合性分析に取って代るものではないことにも留意しなければならない（NTMs05-59；新奇性商品に関しては NTMs05-26）。」

FINRA は自ら、及び SEC と共同して、投資者に対し、逆転換証券に関する警告を出している（FINRA［2011c］）。

2.3　仕組金融商品取引の適格口座

2005 年の仕組商品に関する規制広報、2011 年の逆転換証券に関する規制広報のいずれも、顧客がこの種取引に適格とされるためにはオプション口座を有していることを必要とする。ところで、FINRA は、オプション口座開設について規則 2360（16）で厳しい要件を課す。

まず、協会員は、オプション取引を行う顧客口座の承認に際し、顧客に

関する重要事項、財政状況及び投資目的の確認について相当の注意を払わなければならず、この情報に基づいて、一般証券販売監理者は、書面上で、顧客のオプション口座につきて特別に承認・不承認を行わなければならない。

個人のオプション顧客については、協会員は、最低限、次の情報を取得しなければならない。a. 投資目的（例えば、元本安全性、収益、成長、取引益、投機性など）、b. 雇用状況（雇用主名、自営又は退職者）、c. 推定年収、d. 推計全資産（居宅を除く）、e. 推計流動資産（現金、証券その他）、f. 婚姻状況、被扶養者数、g. 年齢、及び、h. 投資経験及び理解（取引年数、規模、頻度及びタイプ）。

3　米国における仕組商品の勧誘・販売上の問題

3.1　概要

SEC スタッフリポートは、仕組商品の広範なリスクと規制上の問題点を明らかにする。そして一般個客に販売される多くの逆転換証券が複雑性を増しているとして、次の点を指摘する。

> 「一般投資家に対する仕組商品の販売においては、適切なリスク開示がなされなければならない。仕組商品の大手発行者であったリーマンブラザーズの破綻が示すとおり、仕組商品は発行者の信用リスクを伴う。仕組商品を一般投資家に販売する事業者は、これら商品に特有な性質とリスクについて理解し、それに従っての開示や監督、その特質に即した調査の実施を考えなければならならず、これは、本リポートで詳細が指摘される流通市場の問題を含む。事業者は、仕組商品が特定の顧客に適合すると同時に、一般顧客に適合することの合理的根拠を備えなければならず、仕組商品が、保守的な顧客に適合するとして販売されることに対して監督しなければならない。」

ここでの指摘は、以下のような調査によって裏付けられる。

3.2　留意点

SEC スタッフリポートは、証券事業者の仕組商品の取り扱いについて、大手と小規模事業者に分けて、問題点と留意点を整理する。

まず、関連事業者により発行された仕組商品を引き受ける大手の証券仲介・販売大手事業者に関しては、流通市場での取引の監督、顧客への開示・説明、及び教育の点に関する調査を通じて特定の不十分さと脆弱性が観察されるとしている。そして、大手事業者に観察される脆弱性に基づき、事業者に次の点に関して留意を求める。

(1) 仕組商品の流通市場における紛争回避とそれへの対処に関する適切な手続きと管理を行うこと、

(2) 販売対象の仕組商品について重要な事実を開示すること、

(3) 登録外務員及びその監理者が、これら商品を顧客に販売するに先立ち、特別の教育を行うよぅ求めること、

(4) 顧客口座上に、仕組商品を正確に記載すること、

(5) 流通市場における仕組商品の机上価格を独立して見直すためのコントロールを行うこと、

(6) 顧客の適合性を適切にレビューするためのコントールを行うこと、

(7) 販売する仕組商品の顧客への集中をレビューするためのコントールを行うこと、

(8) 禁止された取引の可能性のある取引を予防するために、ERISA 口座での購入のために関連事業者により発行された仕組商品の取引を予めレビューすること。

次に、小規模の証券事業者については、とりわけ逆転換証券に関する適合性が問題であるとし、次の点に留意するよう求める。

(1) 一般顧客への仕組商品の適合性、

(2) 仕組商品の購入についての適合性判断に関連する手続きについて適切な監督の確立、維持、及び執行を行うこと、

(3) 仕組商品を販売する監理者及び登録外務員について適切な教育を行うこと。

3.3　観察の詳細

3.3.1　顧客適合性

SEC スタッフリポートは、証券事業者による仕組商品の推奨・販売上で観察された問題として、適合性、開示・説明、顧客口座、流通市場における値付け、教育、流通市場における問題をあげ、その点の詳細について次のとおり指摘する。

適合性については、顧客適合性と、リスクの集中をあげる。うち顧客適合性の実情については、次のように述べる。

「逆転換証券を販売する小売事業者に対し、多くの仕組商品に関する適合性調査が行われた。その結果、これら事業者において、顧客の投資目的や財政上の属性にふさわしいとは認められない逆転換証券が、多数、販売されたことが認められた。また、事業者は逆転換証券投資に伴う重要なリスクを顧客に説明せず購入を勧誘していた。顧客の多くは、参照証券の価値の下落で大きな損失を被った。インタビューを通じて、顧客に逆転換証券の理解が明らに欠けていることが分かった。スタッフからは、いくつかの証券事業者が、逆転換証券を購入させるために明らかに不適合な勧誘を行っていたとして、NASD 規則 2310 (a) 違反が指摘された。いくつかの事業者には、このような不適合な勧誘に関する適合性についてのレビューの監督が怠られていた。特に、書面上の監督手続きに不適切なものが多く、NASD 規則 2210 により、すべての販売用資料が正確性でありバランスの取れたものであることが求められているにも関わらず、それが確保されていないことが認め

られた。」

また、SEC スタッフリポートは、仕組商品取引が適格とされる口座について述べるする協会員宛広報（NASD［2005］）に関し、次のように述べる。

「NASD NTMs05–09 は、『多くの仕組商品やオプションのリスク特性からすれば、元本投資が参照資産の市場での値動きよりリスクが生じる商品は、オプション取引を承認された口座を通じてのみ購入できるとすることが、投資者の保護にとって適当である。』としている。しかし、スタッフの調査によれば、調査対象の商品組成事業者及び小売販売事業者の大半が、ガイドラインに適合しない手続きしか行っていないか、これら商品を一般投資家に販売するに先立ちその他の適切な手順を踏んでいないことが認められた。」

SEC スタッフレポートは、ある調査対象事業者において、仕組商品の購入顧客の取引承認のためオプション口座を有することを求めているにもかかわらず、その手続きが履践されていなかったとしている。

仕組商品への集中投資の問題性は、リーマンブラザーズの破綻とリーマン仕組商品への極度の集中に関連する甚大な損失が明らかにした。調査対象とされた証券組成事業者中には、顧客の仕組商品への集中を見直すために、月次の特別レポート作成に際し、コンプライアンス部門が集中の状況について見直し手続きを担当する扱いとするものも見受けられた。

3.3.2　開示・説明書類

SEC スタッフレポートは、顧客に対する開示・説明に関する問題として、次の指摘を行なう。

「元本保証性の仕組商品について元本が保証されるのは、債券が満期まで保有される場合である。しかし、ある事業者は、目論見書上の自由記載欄で、10 年間 100 パーセントの元本保証があるとして販売されたものにつき、顧客がこれを満期前に換価した場合には元本投資

額を下回る回収しかできないリスを開示していなかった。それにもかかわらずこの事業者は、この債券を100％元本保証の仕組商品として販売していた。更に、当該債券を流通市場で早期に換価した顧客が元本額を下回って売却したことが分かった。この事業者の仕組商品の目論見書上は、満期までそれが保有された場合にのみ元本保証がなされることが開示されていた。

引受事業者への調査では、スタッフは、固定収益性仕組商品の開示書面上で、関連の発行者からの引受を行う仲介・販売事業者の事前の販売手数料（販売価格上の含まれるものとして）が、0パーセントと記載されたとしている。この取引について事業者の実際の手数料は、取引合計額の0.5から3パーセントの幅であった。

この事業者と討議により、目論見書自由記載欄が2007年に改訂され、表紙上にこれら手数料が開示されることとされた。しかし、2008年3月時点でも、目論見書自由記載欄とは異なり、なお0パーセントして不正確な開示がなされていた。加えて、この事業者が受領した実際の手数料の開示はなされなかった。これに関して、スタッフはNYSE規則472（i）（説明上の一般規則）違反を指摘する。」

わが国の判決例における近時の説明義務違反は、収益とリスクの関係についてのバランスの取れた説明の欠如、顧客の属性に照らした説明の方法や程度の欠如に着目するものが多い。しかし、SECスタッフリポートではもっぱら、虚偽説明、誤導などの不公正行為に関連した事柄が指摘される点で興味深い。

3.3.3　口座要件

SECスタッフレポートでは、仕組商品取引の適格口座の問題として、次のような問題点を指摘する。

「二つの大手証券事業者への調査結果によれば、スタッフは、顧客口座に関する説明で、特定の仕組商品が当該顧客に「好まれた証券」

であるとして不正確な記載がなされていた。ある事業者の顧客の口座説明書上で、嗜好証券として誤った記載がなされた二つの仕組商品が認められた。その他の事業者顧客の口座説明書上で、多くの株式リンク仕組商品が不正確な形で、嗜好株式項目に記載されていた。顧客が好む証券としての記載された仕組商品の分類が、その投資特性を正確に反映したものではなかった。最初の事業者については、スタッフは、顧客が、これら商品が嗜好証券であるとする前提の下で、登録外務員によって仕組商品を販売されたとして二つの苦情が申し立てられた者を記載している。」

ここでは、顧客嗜好証券の口座書面上での分類の誤りが指摘される。

前掲のとおり、仕組商品取引が適格とされるためには、顧客がオプション取引口座を有することが求められる。しかし、わが国における仕組商品購入の口座適格として、これが求められていないことに留意すべきである。

3.3.4　流通市場での価格決定

SEC スタッフレポートは、流通市場での販売価格決定の不透明さを指摘する。

「仕組商品は、満期まで保有されるよう設計されており、流通市場で換価されることは予定されていない。流通市場での流動性は、しばしば、発行者の関連事業者で、当該証券を引き受けた仲介・販売事業者のみによって提供される。調査に当ったスタッフは、仕組商品の取引が通常、それが上場されているか非上場であるかにかかわらず、非常に薄い商いに止まるものに止まることを指摘する。多くの事業者においては、これら商品の価格算定は、独立した内部のコントロールグループによりレビューされる。しかし、ある事業者についての SEC スタッフによるレビューは、当該事業者が仕組商品価格の基礎としてのモデルを使用しておらず、その価格がリスクマネジメント又はその他の独立したコントロールグループによりレビューされていないこと

を明らかにした。当該事業者が仕組商品を取引する唯一の事業者であることから、価格決定が公正であることを確証するためのコントロールは、保証されていない。調査スタッフは、取引者の独立したレビューの不足を、内部コントロールの脆弱性として指摘する。」

3.3.5　流通市場の活動

SEC スタッフによる流通市場の活動のレビューは、次のような実務上の問題を明らかにする。

「(1) 顧客が発行後間もなく仕組み債を売却すること、(2) 発行後間もなく顧客が仕組商品を購入し、当初の販売価格に含まれた販売手数料よりも高額な手数料を支払わせられていること、(3) 顧客が、満期・償還日近くか、いくつかの販売取引で用いられる償還日（payout date）後に設定される自動的なコール日で仕組商品を売却（これにより手数料が生じる）していること、(4) 顧客が多くの場合、満期日まで保有されるよう設計された商品であるはずの仕組商品を買い換えしていること、(5) 購入が、コール日での仕組商品の最大収益価格を超える価格でなされること」

SEC スタッフによる仕組商品流通のレビューは、この分野での、調査対象のすべての組成事業者についての監督システムの十分さに関する問題を指摘する。特に、次のような事業者のコントロールと監督システムの脆弱性、不適切さが指摘される。

「事業者は、発行後速やかな顧客と取引をレビューしていない。事業者は、満期日近く、特に利払日（payout date）又はその後に設定される期日での、顧客の売却取引をレビューしていない。流通で課される手数料は、発行時及び事業者に適用されるガイドライン上の手数料を大幅に上回る。事業者は、登録外務員が顧客に対しある仕組商品を他の者に切り替えさせる高い動機があるにも関わらず、切り替えのために仕組商品の流通をレビューしていない。」

註

1) See "*An Arcane Investment Hits Main Street*," Wall Street Journal (June 21, 2006), "Twice Shy on Structured Products," Wall Street Journal (May 28, 2009) and "*Policy Issues Raised By Structured Products,*" Jennifer Bethel & Allen Ferrell, Discussion Paper No. 56010/2006 John M. Olin Center For Law, Economics And Business (Harvard).

2) See "*Structured Notes: Not as Safe as They Seem*," Wall Street Journal (November 13, 2010).

3) 証券取引業務を行う証券事業者により組織される米国で最大の自主規制団体である。4495 の証券事業者、163,450 の支店、635,515 人の登録外務員を監督する。

4) See, e.g., In the Matter of the Application of RaghavanSathianathan, Exchange Act Release No. 54722 at 21 (Nov. 8, 2006); See also In the Matter of the Application of Dane S. Faber, Exchange Act Release No. 49216 at 23-24 (Feb. 10, 2004).

5) これに関する協会員宛広報（Notice to Members,「NTMs」）に、NTM05-59, 01-23, 96-86, 96-60, 90-52, 90-12。

6) NASD 及び NYSE は、米国 1934 年証券取引所法で SEC により承認された証券事業者の自主規制機関であり、協会員の行為基準を定めるほか、規則違反に対する処分を行う。

7) 2009 年末段階での加盟協会員の保有顧客口座は 1 億 1100 万件にのぼる。協会員中、年間収入の 1 パーセント以上を占める投資助言業務を行う協会員数は 985 件である。

8) NASD は、今回の改正に至るまでさまざまな規制広報（Regulatory Notice)、協会員宛広報（「NTM」)、協会員向けの情報提供（Information Memorandum「IM」)、投資者への警告（warns investors）を出してきたが、これは従前どおり維持される。

9) See F.J. Kaufman and Company of Virginia, 50 S.E.C. 164, 168, 1989 SEC LEXIS 2376, *10 (1989).

10)　北米証券管理協会は、50 州の証券規制者を代表する組織であり、信認義務規制の導入を主張したが、1632 のブローカー、金融サービス事業者及びその外務員はこれに反対したとされる。

11)　See Securities Exchange Act Release No. 63325 (November 17, 2010), 75 FR 71479 (November 23, 2010) (Order Approving Proposed Rule Change; File No. SR-FINRA-2010-039).

12)　See, e.g., Rafael Pinchas, 54 S.E.C. 331, 341 n. 22 (1999)

13)　Paul C. Kettler, 51 S.E.C. 30, 32 n. 11 (1992)

14)　*Michael Frederick Siegel*, Securities Exchange Act Release No. 58737, 2008 SEC LEXIS 2459, at *21 (October 6, 2008).

15)　例えば Notice to Members 01-23 (April 2001)。

16)　Dane S. Faber, Securities Exchange Act Release No. 49216, 2004 SEC LEXIS 277, at *23-24 (February 10, 2004), http://www.sec.gov/litigation/opinions/34-49216.htm#P164_26351; see also Dep' t of Enforcement v. Bendetsen, No. C01020025, 2004 NASD Discip. LEXIS 13, at *12 (NAC August 9, 2004), http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@enf/@adj/documents/nacdecisions/p012979.pdf.

17)　Hoblin, "A Stock Broker's Implied LiabilityTo Its Customer For Violation Of A Rule Of A Registered StockExchange," 39 FORDHAM. L. REV. 253, 261 (1970).

18)　See Piper Jaffray & Hopwood Incorporated v. Ladin, 399 F. Supp. 292, 293 (S.D. Iowa 1975).

19)　Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 235 (1988); SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963); Affiliated Ute Citizens of Utah v. united States, 406 U.S. 128, 151 (1972).

20)　See F.J. Kaufman and Company of Virginia, 50 S.E.C. 164, 168, 1989 SEC LEXIS 2376, *10 (1989).

21) *Robert L. Gardner*, 52 S.E.C. 343, 344 n. 1 (1995), *aff' d*, 89 F.3d 845 (9th Cir. 1996) (table format); *Keith L. DeSanto*, 52 S.E.C. 316, 317 n. 1 (1995), *aff' d*, 101 F.3d 108 (2d Cir. 1996) (table format); Jonathan G. Ornstein, 51 S.E.C. 135, 137 (1992); *Dep' t of Enforcement v. Griffith*,

No. C01040025, 2006 NASD Discip. LEXIS 30, at *11-12 (NAC December 29, 2006); *Dep' t of Enforcement v. Puma*, No. C10000122, 2003 NASD Discip. LEXIS 22, at *12 n. 6 (NAC August 11, 2003).

22) FINRA 規則 2111 (a) 及び 2111.03 参照。

23) Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975), Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Dabit, 547 U.S. 71 (2006).

24) チャーニング要件については O'Connor v. R.F. Lafferty & Co., 965 F.2d 893, 898 (10th Cir. 1992)。

25) SEC 決定として、投資信託の乗換売買について、Charles E. Marland& Co., Inc., 45 S.E.C. 632, 636, 1974 SEC LEXIS 2458, *10 (1974)。Thomas Arthur Stewart, 20 S.E.C. 196, 207, 1945 SEC LEXIS 318, *25 (1945) では、投資信託の乗り換えについてのブローカーの推奨に合理的根拠が欠ける場合には合理的根拠原則に違反すると指摘する。

26) 判例法として Hotmar v. Lowell H. Linstrom& Co., 808 F.2d 1384, 1386 (10th Cir. 1987); Rowe v. Morgan Stanley Dean Witter, 191 F.R.D. 398, 410 (D.N.J. 1999).

27) NASD 規制広報 2310-2. Fair Dealing With Customers は、「取引一任をもたらし、明らかに公正取引責任に違反するような取引手法は、顧客口座を利用した過当取引に当たる」としている。

28) Medeck, 2009 FINRA Discip. LEXIS 7, at *34.

29) アトランタ市が、証券ポートフォリオの取引権限を有する投資担当者により取引を行っていた事例で、SEC 審決は、ブローカーが支配していたアトランタ市のポートフォリオ比率、事業者が推奨した取引に焦点を当て、回転売買の存否を分析する。そして事案では、口座支配の目的に照らし、問題のアトランタのポートフォリオの割合から証券事業者が詐欺スキームを行っていたと認定した。Harry Gliksman, 54 S.E.C. 471, 475 (1999), aff' d, 24 F. App' x 702 (9th Cir. 2001).

30) http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do_uri=OJ:L:2005:149:0022:0039:EN:PDF.

31) E.g., NASD Department of Enforcement v. Howard, 2000WL 1736882 (N.A.S.D.R.).

32）　Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F.2d 318（5th Cir. 1981）.

33）　SECは1963年の証券市場に関する調査において適合性原則が、法的な義務であることを明言する。H.R. Doc. 95, 88th Cong., 1st Sess.（1963）, p. 238.

34）　売買の意味についてはSEC v. National Securities, Inc., 393 U.S. 453, 466, 89 S.Ct. 564, 21 L.Ed.2d 668（1969）。現実になされた売買のみに同条が適用されることについてはBlue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 95 S.Ct. 1917, 44 L. Ed. 2d 539（1975）。

35）　See Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462（1977）.

36）　1933年証券法17（a）条は、17（a）条（1）でサイエンターを求める。

37）　See Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc., 570 F.2d 38, 47（2d Cir. 1978）.

38）　See Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith v. Cheng, 697 F. Supp. 1224, 1227（D.D.C. 1988）.

39）　Hand v. Dean Witter Reynolds, Inc., 889 S.W.2d 483, 491（Tex. App. _Houston［14th Dist.］1994, writ denied）.

40）　ブローカーの信認義務に関して今川（2003、p. 3）。

41）　See Gochnauer v. A.G. Edwards & Sons, Inc., 810 F.2d 1042, 1049（11th Cir. 1987）.

42）　同法は投資信託に関して信認義務規定を置き（35条）、その違反につき民事賠償を認める（同条（b）項）。これら規定は、過大な管理手数料の救済が不十分であること、信認義務原則の基準の適用が州法により区々であることから規定されたと述べるものにMiley v. Oppenheimer & Co., 637 F. 2d 318（5th Cir. 1981）。同法上の信認義務違反または詐欺の規定は、州法に優先する。

43）　SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 194（1963）. See also Transamerica Mortgage Advisors, Inc., 444 U.S. 11, 17（1979）（“［T］he Act’s legislative history leaves no doubt that Congress intended to impose enforceable fiduciary obligations.”）.

44）　See, e.g., U.S. v. Skelly, 442 F.3d 94, 98（2d Cir. 2006）.

45）　See Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner& Smith, Inc., 461 F.

Supp. 951, 953-954 (E.D. Mich. 1978), aff' d, 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981).

46) See United States v. Szur, 289 F.3d 200, 211 (2d Cir. 2002).

47) See Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner& Smith, Inc., 906 F.2d 1206, 1215 (8th Cir. 1990). 244 See, e.g., U.S. v. Skelly, 442 F.3d 94, 98 (2d Cir. 2006) (fiduciary duty found "most commonly".

48) Speech by SEC Commissioner, April 6, 2005, http://www.sec.gov/news/speech/spch040605cag-2.htm.

49) See Press v. Chemical Inv. Servs. Corp. , 166 F.3d 529, 536 (2d Cir. 1999).

50) Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith, 461 F.Supp. 951, 953 (E.D.Mich. 1978).

51) See Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F. 2d 318 (5th Cir. 1981), http://bulk.resource.org/courts.gov/c/F2/637/637.F2d.318.79-2099.html.

52) See Hand v. Dean Witter Reynolds, Inc., 889 S.W.2d 483, 493 n. 5 (Tex. Ct. App. 1994).

53) See Garvin v. Greenbank, 856 F. 2d 1392, 1398 (9th Cir. 1998).

54) See Sterling Trust Co. v. Adderley, 119 S.W.3d 312 (Tex. App. —Fort Worth 2003) rev'd on other grounds, 168 S.W.3d 835 (Tex. 2005).

55) Komanoff, 884 F. Supp at 860. これは、the United States District Court for the Southern District of New York による。

56) Siedman v. Merrill, 465 F. Supp. 1233, 1236 (S.D.N.Y. 1979).

57) キャッシュフロー（cash flaw）とは、資産や取引にかかわる資金の流れをいい、これらにかかわる資金の受け払いのすべてについて、個々的な元本、返済金、利子などの受け払いと同時に、その流列が全体として把握され、その際にその受け取りの時期、金額と支払いの時期、金額が厳密にとらえられる（千保［1998］p. 45）。

58) 2005 年 12 月 1 日に削除。

59) 証券取引所によっては、微妙にその定義や説明を異にする。例えば、パシフィック証券取引所（Pacific Exchange）は、主に、単体証券、バスケット証券、指標、商品、債券、外貨から派生するか基礎とする商品をいい、指数及び株価連動債（index and equity linked notes)、スキームや使用通貨

等について、多様な形態での発行を規定したプログラムに基づき発行される債券であるタームノート及び特定の時期での株式、債券（debt securities）の購入契約を伴うユニットを含む。NYSE はこれを、他の証券の価値に基礎付けられる証券とする。FINRA は、「単体証券、バスケット証券、指数、商品（コモデティティ）及び（又は）外国証券から派生するか、又はそれを基礎とする証券」と定義する（NASD［2005］）。

60）As noted later in this report, these notes are “principal protected” only if held to maturity and, of course, are also subject to the credit-worthiness of the issuer

61）European Securitization Forum (ESF), International Capital Market Association (ICMA), International Swaps and Derivatives Association (ISDA), London Investment Banking Association (LIBA) and Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

参照資料

川地宏行［2011］「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（二・完）」法律論叢 84（1）。

金融庁［2010］「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」（平成 22 年 9 月 13 日）。
http://www.fsa.go.jp/news/22/syouken/20100913-1/01.pdf

――［2011］「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（平 23 年 9 月）。
http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin. pdf

千保喜久夫［1998］『デリバティブの知識』日本経済新聞社。

日証協［2011a］「デリバティブ取引等に係る投資勧誘規制の見直しに伴う本協会規則の一部改正について」（平成 23 年 2 月 1 日）。
http://www.jsda.or.jp/katsudou/gaiyou/gyouhou/11/1102/files/0201.pdf

――［2011b］「協協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第 3 条第 3 項の考え方」（平成 23 年 2 月 1 日）。
http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/101_kanri/files/101_a032-10.pdf

── ［2011c］「デリバティブ取引に類する複雑な仕組債について」（平成 23 年 2 月 1 日）。

吉本佳生［2008］「パワー・リバース・デュアル・カレンシー債と円相場」オイコノミカ第 44 巻第 3・4 号、2008 年、pp. 105-117 http://www.econ. nagoya-cu.ac.jp/~oikono/oikono/vol47_34/pdf/vol44_34/08_yoshimoto.pdf.

Ebaugh, Nelson S., O' Malley, Grace D., Picking Your Battles, Journal of Texas Consumer Law, http://www.ebaughlaw.com/publications/V9N1suitability.pdf.

FINRA［2009］Suitability and "Know Your Customer", Regulatory Notice 09-25. http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p118709.pdf；（訳）村本武志［2009］「規制通知 09-73　元本保証債券」消費者法ニュース 84。

── ［2010］Reverse Convertibles, Regulatory Notice 10-09, http://www.finra.org/Investors/ProtectYourself/InvestorAlerts/Bonds/P120883.

── ［2011a］Know Your Customer rule and Suitability, Regulatory Notice 11-02, January 2011, http://www.cecouncil.com/Documents/0cd79e04-f500-43c2-8a5e-b52331381054.pdf

── ［2011b］Structured Notes With Principal Protection: Note the Terms of Your Investment, Jun 2, 2011, http://www.finra.org/Investors/ProtectYourself/InvestorAlerts/Bonds/P123713.

── ［2011c］SEC, FINRA Warn Retail Investors About Investing in Structured Notes With Principal Protection, June 2, 2011, http://www.finra.org/Newsroom/NewsReleases/2011/P123744

── ［2011d］Reverse Convertibles_Complex Investment Vehicles, July 29, 2011, http://www.finra.org/Investors/ProtectYourself/InvestorAlerts/

Bonds/P120883.

Gedicks, Frederick Mark［2005］Suitability Claim and Purchases of Unrecompensed liabilities: An Agency, Theory of Broker-Dealer Liability, Arizona State Law Journal 535–88, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm_abstract_id=607322#

NASD［2003a］NASD Reminds Members of Obligations When Selling Hedge Funds, NTM 03–07, FEBRUARY 2003, http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p003358.pdf.

――［2003b］Non-Conventional Investments, NASD Notice to Members 03–71, November 2003, http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p003070.pdf；（訳）「協会員宛広報 03–71 非周知型投資に関する情報」消費者法ニュース 80。

――［2005a］New Products, NASD Notice to Members 05–26, April 2005；（訳）村本武志［2009］「協会員宛広報 5–26 新奇性商品調査に関する最良業務ガイダンス」消費者法ニュース 80。

――［2005b］Structured Products, Guidance, NASD Notice to Members 05–59, http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p014997.pdf；（訳）村本武志［2009］「協会員宛広報 05–09 仕組商品販売に関する NASD ガイダンス　NASD」消費者法ニュース 80。

Pekarek, Edward, and Obremski , Christian［2011］Is the Sophisticated Investor Theory Still Relevant？ http://nysbar.com/blogs/SecuritiesLitigation/2011/02/is_the_sophisticated_investor.html.

SEC［2010］SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION（Release No. 34–63325; File No. SR-FINRA–2010–039）, November 17, 2010, http://www.sec.gov/rules/sro/finra/2010/34–63325.pdf.

――［2011a］Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, As Re-

quired by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, January 2011,
http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf.

――［2011b］Staff Summary Report on Issues Identified in Examinations of Certain Structured Securities Products Sold to Retail Investors, July 27, 2011,
http://www.sec.gov/news/studies/2011/ssp-study.pdf.

本論稿は、2011 年度東京経済大学個人研究助成費による研究成果の一部である。