

〔論 説〕

投資市場における責任配分法理（4・完）

—— 投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克 ——

永 田 泰 士

序章 問題状況と分析の視角

第一章 規制緩和時代の法の役割

第二章 消費者契約法 —— 消費者と事業者間の責任配分 ——

第三章 改正金融商品販売法における説明義務の範囲

(以上 52 号)

第四章 ワラントとは何か

第五章 ワラント訴訟に見る判例法理の現状

(以上 54 号)

第六章 学説の議論状況

第七章 ドイツにおける積極的投資者保護の法理としての助言義務の生成

(以上 55 号)

第八章 ドイツにおける助言義務排除・説明義務低減法理の生成

第一節 はじめに

第二節 1995 年証券取引法

第三節 1996 年判決

—— 先物取引分野における投資仲介者の配慮義務の低減 ——

第四節 1999 年判決 —— 助言義務排除・説明義務低減法理の生成 ——

第五節 ディスカウントブローカーの顧客調査義務の履行

第六節 小括

第九章 EU 指令 MiFID と改正 WpHG

第一節 はじめに

第二節 情報提供義務（説明義務）

第三節 顧客調査義務

- 第四節 ドイツ法の近未来 (MiFID II)
 - 第五節 小括
 - 第十章 金融ビッグバン後の日本投資市場の変化
 - 第一節 はじめに
 - 第二節 日本版金融ビッグバンによる投資市場の変化
 - 第三節 アメリカにおけるオンラインブローカーの盛衰
 - 第四節 我が国の投資市場の今後
 - 第五節 小括
 - 第十一章 投資市場における責任配分法理
 - 第一節 改正金販法の解釈をめぐる二つの原理
 - 第二節 「自己決定基盤の歪曲化禁止」採用の正当性
 - 第三節 事前調整型投資市場における「積極的投資者保護」
 - 第四節 競争型投資市場における「積極的投資者保護」
 - 第五節 ある下級審判決に見る問題状況の具体化
 - 第六節 「積極的投資者保護」に依拠した説明義務論の今日的役割
 - 第七節 残された課題 —— 狭義の適合性原則との接合 ——
- おわりに

第八章 ドイツにおける助言義務排除・説明義務低減法理の生成

第一節 はじめに

前章において、「積極的投資者保護」を投資仲介者に命じる Bond 判決は、伝統的ドイツのユニバーサルバンクとそのビジネスモデルたるリレーションシップバンキングモデルを前提として構築された可能性が高いことを示した。かかる仮説が正しいとするならば、リレーションシップモデルを採用しないアクターに対しては、別途異なる性質の義務が課せられることが予想される。本章の検討対象は、1990年代半ばから、ドイツ投資市場に登場し、急速に発展を遂げることとなる、リレーションシップモデルを採用しない投資仲介者、すなわち、「ディスカウントブローカー」に対して、ドイツ法ではいかなる義務を課したのか、である。¹⁾

ドイツにおけるディスカウントブローカーとは、立法資料によると、「顧客の

1) ドイツにおけるディスカウントブローカーに対しては、既に先行研究によって詳細かつ精緻な分析が加えられている。参照、川地宏行「ドイツにおけるディスカウントブローカーの民事責任」専修法学論集 86号 (2002) (以下、「ディスカウントブローカー」として引用) 1頁。

注文を顧客にとって非常に有利な手数料で執行するが、助言サービスを提供せず、そしてこのことについて顧客に適切に情報提供を行う」者をいう²⁾。また、監督庁のガイドラインによると、ディスカウントブローカーとは、注文を単に執行するが、「説明に伴い個人的顧客属性を考慮した投資の推奨をなさない」者をいう³⁾。また、ある論者はその特質を、「原則として助言を排除し、そして、情報提供を著しく削減し、あるいは、標準化して証券サービス業務を提供する」者と定義している⁴⁾。これらを要約すると、ドイツにおけるディスカウントブローカーとは、Bond 判決の文脈における、顧客適合的助言、投資対象適合的助言からなる投資助言を顧客に提供せず、また、情報提供自体も圧縮ないしは標準化して行う一方で、安価な委託手数料で証券サービス業を提供する投資仲介者、ということになる。以下、本稿では、「ディスカウントブローカー」という用語を、投資者に対して個別的勧誘行為や助言を行わず、標準化された情報提供による説明のみを行う投資仲介者を指すものとして用いる。

かかるディスカウントブローカーの特質は、投資者個人のソフト情報を重視し当該投資者に適したサービスを提供することを意図せず、むしろ、サービスの徹底的な規格化、標準化を図ることによってコストカットを実現し、安価なサービスを不特定多数の者に提供することを意図する点にあり、そのビジネスモデルは、トランザクションモデルと親和的である。この点につき、ヨーロッパ中央銀行の調査によると、伝統的な対面取引との対比で、注文委託に要する費用は、従業員を割り当てたコールセンターを配置すると、30%~60%削減され、自動応対型のコールセンターを配置すると、75%~86%削減され、インターネットを通じて行うと、75%~99%削減されるという⁵⁾。この削減の恩恵は、(部分的に)投資者にも帰属する⁶⁾。実際、従来の対面取引に比べ、40%~50%程度安価な手数料が実現されるという⁷⁾。

2) BT-Drucks. 12/7918, S. 104.

3) Clemens Koch, Discount Broker, 2002, S. 5.

4) Andreas Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2009, § 31, Rn. 292.

5) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 7.

6) Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 292.

7) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 7.

このように、伝統的投資仲介者との対比で圧倒的コスト優位性を誇るディスカウントブローカーは、1994年5月にドイツ投資市場に登場し、1995年にはその市場規模はわずか0.34%に過ぎなかったが、急速に拡大を遂げ、1999年の第四四半期には、四大ドイツディスカウントブローカーだけで、総取引数の13%、総取引高の4%⁸⁾を占めるに至る。

他方、この間、ドイツでは、1995年に証券取引法(WpHG)が施行される(以下ではこれを、後述の現在のドイツ証券取引法と区別するため、「1995年証券取引法」とする)。1995年証券取引法は、従来型のユニバーサルバンクはもちろんのこと、それとはビジネスモデルを根本的に異にするディスカウントブローカーを含む全ての証券サービス業者に対して、一見広範な顧客への配慮義務を課すかのような条文を定めたものであった。そこで、次節以降では、はじめに、1995年証券取引法の内容を確認し、次いで裁判例上、同法を所与として、ディスカウントブローカーにいかなる配慮義務が課せられたのかを踏まえ、最後に、同裁判例以降のディスカウントブローキング実務上の対応を検討する。これらを通じて、1995年証券取引法下において、トランザクションモデルを採用するアクターに課せられた義務が、前章において検討したBond判決上の助言義務との対比でいかなる特質を有するののかの輪郭を明らかにしたい。結論を先取りするならば、この時期に構築された法理は、「積極的投資者保護」を原理基盤とする義務を市場に広範に妥当させるという帰結をもたらすものではなく、むしろ、多様性への配慮とマッチング支援を両立させるものとなっている。

第二節 1995年証券取引法

1995年証券取引法は、その31条2項において、「証券サービス業者(Wertpapierdienstleistungsunternehmen)は、意図された取引の種類と規模を考慮して顧客の利益を保護するために必要な範囲で以下の義務を負う。但し、顧客は第一文1号に基づく申告に応じる義務はない」として、その各号で次のような義務⁹⁾を定めていた。

8) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 8f.

9) 1995年証券取引法については、先行研究において詳細な検討がなされている。参照、川地宏行「ドイツ証券取引法における証券会社の情報提供義務」三重大学法経論叢 16巻1号(1998)(以下、「情報提供義務」として引用)1頁。同「投資勧誘における適合ノ

1号. 証券サービス又は証券付随サービスの目的となる取引に関する顧客の経験と知識, 取引によって追求する目的, 財産状態について, 顧客に申告を求めなければならない。

2号. 目的に適ったあらゆる情報を顧客に提供しなければならない。

このように, 1995年証券取引法は, 証券サービス業者に, 顧客属性の調査に関する義務(「調査義務(Erkundigungspflicht)」¹⁰⁾として語られている)と, その調査を前提とした「情報提供(Information)」義務を課している。

ところで, 前章において, ドイツ法における説明義務(Aufklärungspflicht)と助言義務(Beratungspflicht)との間の区別を論じたが, 1995年証券取引法は, この両者のいずれでもない「情報提供」を義務付けていることから, これが説明と助言のいずれの意味で用いられているのかが問題となる。この点, 前述のように, 立法段階において, 助言をなさない投資仲介者の存在が念頭に置かれており, 助言義務としての情報提供義務を証券サービス業者に一律に課すことを意図していない¹¹⁾。ドイツにおいても, 情報提供義務が, 助言義務を指すのか, 説明義務を指すのか, 議論が展開されたが, 多数は, 情報提供義務は, 説明義務を指し, 助言義務を含まないとしている¹²⁾。

なお, 1995年証券取引法31条2項は, 監督法規であるが, 契約上の(私法効を伴う)説明義務の範囲と程度にも影響を及ぼすことが後にBGHによって認められている¹³⁾。

性原則(2・完)』三重大学法経論叢18巻2号(2001)(以下,「投資勧誘」として引用)1頁, 角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』(商事法務・2014)(以下,『適合性原則』として引用)176頁以下, 金融商品取引法研究会編(山田剛志教授報告)「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」金融商品取引法研究会研究記録第27号(2009)。

10) Thomas M. J. Möllers, in: Hirte/Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 31, Rn. 151-218.

11) BT-Drucks. 12/7918, S. 104.

12) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 159ff. この問題については, 川地・前掲注1)「ディスカウントブローカー」15頁以下が詳しい。

13) 後述する1999年判決(BGH Urt. v. 5. 10. 1999, BGHZ 142, 345)を参照。

さて、1995年証券取引法は、一見すると極めて水準の高い説明義務を法定したようにも解しうる。とりわけ、顧客属性や、顧客が意図した取引の種類と規模を踏まえた説明が要求されるとするならば、トランザクションバンキングモデルを採用するディスカウントブローカーが意図する、サービスの徹底的な規格化・標準化と相容れず、それによって、トランザクションバンキングモデルの採用が困難なものとなることは、想像に難くない。この問題に対して、ドイツではどのような対応がなされたのか、そこに本稿の関心は向けられる。この点について、1995年証券取引法施行前の事案において、BGHは、1996年に、非対面先物取引(Termindirektgeschäfte)の事案で、一定の場合には、投資仲介者の助言義務の排除がなされるだけでなく、説明義務も低減されることを認める判決を下している。そして、1995年証券取引法施行後の事案について、BGHは、1999年に、1996年の判例を引用しつつ、ディスカウントブローカーには、一定の条件のもとで、助言義務の排除、説明義務の低減が認められうることを認める判決を下すことになる。そこで、以下ではまず、これらの裁判例を概括することで、BGHにおける、助言義務排除、説明義務低減法理の生成及びその内容を踏まえ、さらなる分析の軸を得ることとしたい。

第三節 1996年判決 —— 先物取引分野における投資仲介者の配慮義務の低減 ——

I 1996年判決¹⁴⁾の事実の概要

1996年判決で問題となったのは、次のような事案である。被告株式会社は、特にアメリカの取引所における先物取引を現地の口座管理会社と共同で仲介していた。鉄鋼加工業を営む有限会社の業務執行社員である原告は、¹⁵⁾1993年5月19日、先行する被告との通話や被告の宣伝誌を受け、英語で記載された口座管理会社の口座開設申請書、被告の「口座開設にあたってのご注意」及び被告の情報冊子「取引所先物取引の損失リスク」にそれぞれ署名した。この冊子は、信用経済中央機関発行のものと同じ文言のものであった。原告は、最初の入金額である

14) BGH Urt. v. 14. 5. 1996, WM 1996, 1214.

15) 本事案においては、被告株式会社の役員である2名も、旧BGB826条に基づき損害賠償請求を受けているが、この点については省略する。

16) 本事案では、原告は、実際の投資者である夫から被告への損害賠償請求債権につき譲渡を受けた妻であるが、簡略化のために、実際の投資者を原告として記載する。

50,000 DM を口座管理会社に振り込んだ後、1993 年 5 月 24 日、取引条件の翻訳及び被告の添え状を受け取った。それらの中では、契約ごとに口座管理会社から請求される委託手数料 119US ドル及び取引所料金 2US ドルは、利益の可能性を減少させ、そして、損失の可能性を増大させること、支払われなければならない委託手数料の総額は、行われた取引の総数によって増加することなどが指摘されていた。

原告の取引所先物取引は、利益を得たオプション取引を除いて、全てが外国為替又はアメリカ合衆国債の非対面先物取引であり、口座管理会社に振り込まれた総額 229,000 DM 全額を失う結果となった。また、約 6ヶ月の間になされた 500 回以上もの先物契約のために原告に請求された委託手数料及び取引所料金は、62,102.83 US ドルもの額になった。以上の事案について、原告は、旧 BGB276 条に基づき、被告に損害賠償請求をなした。

II 原審の判断

原審¹⁷⁾は、次のように述べて、原告の請求を認容した。

被告に対する請求権は、契約締結上の過失によって生じる。被告は、非対面先物取引に精通していない顧客 (nicht vertraute Kunden) に対して、非対面先物取引の重要な基礎、経済的意味関係、とりわけ、かかる取引のリスク及び委託手数料を考慮した際の利益を得る可能性の実際の割合について包括的に説明をする義務を故意又は過失によって果たしていない。非対面先物取引の技術的処理及び基本的メカニズム、とりわけ、担保として用いられる証拠金、いわゆるレバレッジ効果、追証義務の意義について、1993 年 5 月 24 日の被告の添え状「口座開設にあたってのご注意」、及び情報冊子「取引所先物取引の損失リスク」には記載されていない。口座管理会社の取引条件の文脈には、思想的に整えられた経済的意味関係の描写が組み入れられているわけではなく、抽象的な説明や警告の単なる集積が含まれているに過ぎない。原告がその送付を受けたことを否認している「取引所先物取引の基本情報」も、適切な説明の要請を満たしていない。顧客は、具体的な取引のために必要な情報を、骨を折って捜し求めざるを得ない。非対面先物取引における追証義務の可能性も、仲介手数料が利益を得る見込みに与える

17) OLG Düsseldorf Urt. v. 8.6.1995, WM 1995, 1710.

重要な影響も、いずれも十分に説明されていない。

原告には説明の必要性（Aufklärungsbedürftigkeit）がないので詳細な説明は不必要であるということは決してない。原告は先物取引の経験を積んでいた、少なくとも、原告はそのような印象を与えたという被告の主張は立証されていない。原告によって署名された口座開設申請書における、私は取引所先物取引について2年の経験を有しているとする原告の申告は、説明義務を排除しない。重要なのは、もっぱら、原告が本当にかような経験を持っていたか否かだけである。十分な説明がなされていたならば、原告は先物取引を見合わせていたであろう。それゆえ被告は、原告の損失を賠償しなければならない。

III BGHによる一般論の展開

さて、以上の原審の判断に対する被告からの上告を受け、BGHは、まず、先物取引の仲介業者に対して厳格な一般論を展開する。まずはその箇所を確認しよう（以下、太字による強調は筆者による）。

原告に交付された書類は、非対面先物取引に精通していない読者に対して、かかる取引の特性や特有のリスクに関する現実的な印象を伝えることに適していないとする控訴審の見解は、なるほど確かに的確である。

当審の先例に照らせば、非対面先物取引を業として仲介する者は、契約締結に先立ち、非対面先物取引の重要な基礎、経済的意味関係、伴うリスク、そして、例えば一般の委託手数料よりも高額な委託手数料によって利益を得る機会が減少することを、文章によって自ら率先して説明する義務を負担している。その描写は、的確で、完全で、思想的に整えられたものでなければならない。取引特有のリスクの指摘などの重要な情報は、印刷技術によって、あるいはその配置を通じて、印象を薄められてはならない。投資者が負担させられる損失リスクの規模及び異常に高額な委託手数料や異常な取引数によって利益を得る機会が減少することは、むしろ、大雑把な読者にも誤解され得ない方法かつ目立つ形で、いかなる弁明もなく明確にされなければならない。

原告に送付された情報資料は、上告における被告の見解とは異なり、これらの厳格な要求を満たしていない。

口座管理会社への口座開設のための申請書、1993年3月31日の被告のパンフ

レット及び 1993 年 5 月 24 日の申請書の添え状には、重要な基礎、経済的意味関係、とりわけ、非対面先物取引に特有のリスクが含まれていない。レバレッジ効果や追証義務には、言及されてすらいない。被告を通じた、日々の清算にまで至る集中的な先物契約の取引を顧客が明確に望んでいることの確認を求める申請書の添え状は、なるほど確かに委託手数料の額及び委託手数料は取引総数によって高くなることを知らせている。しかしながら、集中的な契約取引によって、差し入れられた保証金の大部分が急速に使い果たされる程度の委託手数料が発生することにつき、とりわけ大雑把な読者にも誤解されようのない説明をなしていない。全体で利益を得る可能性は、それによって著しく損なわれ、そして、さらなる取引ごとに減少することは、明らかにされているとはなお一層言えない。上告における被告の見解とは異なり、1993 年 5 月 24 日の申請書の添え状を通じて集中的な契約取引を喚起された顧客は、仲介者によって、以上のことを明確にかつ書面で指摘されなければならない。

かような情報は、「口座開設にあたってのご注意」やその裏面に記載された被告の取引条件に含まれていない。その中では、なるほど確かに、委託手数料は相場利得を得る可能性を減らし、また、そのため、積極的な投資戦略は、相場利得や払い込まれた資金が委託手数料によって食い尽くされるという結果をもたらすことが指摘されている。しかしながら、発生する委託手数料を考慮すると、全体で利益を得る可能性がさらなる取引ごとに取り去られていくことについての説明がなされていない。このことは置くとしても、言及されている指摘は、目立つ形で形成されておらず、とりわけ、非対面先物取引の重要な基礎やメカニズム、そしてそれによってもたらされるリスクについて、必要な程度に思想的に整えられた描写が組み込まれていない。それゆえ、先物取引に不慣れた顧客にとって、この指摘は抽象的なものにとどまり、その目的を捕らえそこなっている。

口座管理会社の取引条件の翻訳は、控訴審が的確に述べたように、外面的なデザインも内容も、非対面先物取引とそれに伴うリスクに関する説明として完全に不適切である。窮屈な行間で記述された 50 頁のタイプライターテキストは、取引所先物取引についての知識を欠く顧客にとって、かなりの部分が理解し難いものとなっている。取引所先物取引の重要な基礎、経済的意味関係やメカニズムに関する思想的に整えられた描写、すなわち、かかる取引に伴うリスクについて、追体験として理解できない素人はいないような描写が欠けている。20 頁目のシカ

ゴ取引所の夕方の取引に関する描写の後の「リスク事業報告書の説明」は、その配置によって印象が薄くなっている。しかもそれは、全てのリスク及び重要な観点について明確に言及していない。例えば、投入された資産は、集中的な取引契約によって完全にないしは著しい部分を食い尽くされるといったリスクには、言及されずじまいである。

情報冊子「取引所先物取引の損失リスク」及びドイツの銀行でも用いられているパンフレット「取引所先物取引の基本情報」にも、後者は妥当する。取引所法53条2項に基づき一般投資者への先物取引能力の樹立が意図されたこの冊子は、非対面先物取引の重要な基礎及び経済的意味関係に関する描写を含んでいない。

パンフレット「取引所先物取引の基本情報」に含まれた記述の限りで、要求を満たしているか否かは、判断を要するものではない。パンフレット、取引条件、情報冊子、ご注意、及びその他の送付された書類は、先物取引に未熟な顧客に対する適切な説明として、十分ではなく、また、その中に散在する顧客によって意図された取引にとって重要な情報やリスクの指摘を探し集めるための特別な手引書も顧客に与えられていない。その結果、説明を要する顧客は過大な要求を求められることになる。このことは、特に、被告の取引条件と、「取引所先物取引の基本情報」のような個々の書類に、重要な観点で矛盾がある場合に、妥当する。被告の取引条件においては、顧客の出資金が、不適切にも、担保としてではなく、義務の先履行と表示されている一方、「取引所先物取引の基本情報」の31頁及び次頁では、正当にも、「保証金の納付（証拠金）」として表されている。被告の取引条件を頼りにする顧客は、「基本情報」にある証拠金システムの描写を追体験として理解できず、また、追証義務から生じる危険や、未決済のポジションを即刻清算することによるブローカーの利益も理解できない。従って、提供される非対面先物取引の特有のリスクや特徴に関する現実的な印象が必要な程度に顧客に伝達されたとはいえない。

BGHは、以上のような一般論を展開しながら、本件事案における結論として、被告の損害賠償責任を以下のように否定する。

IV 1996年判決の結論

…説明の必要性（Aufklärungsbedürftigkeit）の欠如に関する被告の申立ては、立

証されていないとする控訴審の見解は是認され得ない。

上告において被告は、控訴審が、被告の申立ての立証に際して過剰な要求をなし、もってその申立てを不完全で曖昧だと評価したことを正当にも批判している。

被告は、証拠提出において次のように主張している。原告はテレフォンセールスマンによって勧誘されたのではなく、アメリカ合衆国債を先物で取引するという要望を、自ら被告に持ち込んだ。原告は、助言を欲しておらず、むしろ、投資決定をもっぱら自分で行うと主張した。被告は、被告の取引所情報資料を原告に利用目的で供しただけで、もっぱらメッセンジャーとして振舞ったに過ぎない。提出されている 1993 年 4 月 6 日及び 7 日の通話メモによると、原告は、契約関係の開始に先立ち、自分は DM 及び外国通貨での先物取引の経験を有しており、メインバンクで DM 及び US ドルで 100 万の規模まで取引をしたと申告している。原告は、英語で記載された口座管理会社の口座開設申請書で、2 年の商品及び証券の非対面先物取引とオプション取引の経験を有しており、自身の投資判断は独自の調査に基づいて行うつもりだと表明している。また、原告によって署名された「口座開設にあたってのご注意」では、原告はさらに、株式オプション及び商品先物取引の投資経験を有しており、既にこれらの取引のための口座を有していると申告している、と。

立証においてその蓋然性が問題とはならない上記申立てが正当とされるべきとき、原告に対する説明の必要性の欠如に疑いは存在し得ない。既に 2 年の取引所先物取引経験を有しており、助言を欲しておらず、仲介者の資料を自らの取引のために利用することのみを望んでいると申告した者に、取引所先物取引の重要な基礎、メカニズム、リスクを説明する必要はない…。

また、被告の説明義務につき、原告が取引所先物取引に精通していると偽称したかどうかは取るに足らないことであって、原告がそのような経験を本当に有していたかどうかこそが重要であるとする控訴審の見解も是認され得ない。

自らの申告によると既に膨大な外国為替や有価証券の取引所先物取引の経験を積んでおり、しかもこれを文章で通知し、助言なしでこれらの取引の締結を行うと明確に主張した顧客は、保護に値しない。かような顧客は、信義則上、契約前の説明義務を根拠として、自らが精通していると自称する取引の機能方式や特殊な危険について詳細な説明を受けることを正当に期待し得ない。あたかも経験があるかのように振舞った顧客は、それどころか、自分は説明を必要とせず、また

望んでもいないと通知している。当該顧客の取引相手は、このような要望を原則として尊重してよい。契約前の説明義務は、取引所先物取引の場合も、自らの経験について自分の取引相手を欺いた顧客を、顧客自身から保護するという目的に資するものではない¹⁸⁾。

V 1996年判決の意義

1996年判決が一般論として指摘するように、また、我が国の先行研究において詳細に論じられているように、BGHは、先物取引における投資仲介者には厳格な説明義務を課している¹⁹⁾。しかし、1996年判決において明らかにされたのは、「説明の必要性」が欠ける場合には、助言義務は排除され、かつ、説明義務の範囲及び程度双方が低減されるということである。そして、その一例として、顧客が取引の経験を有しており助言は不要である等の申告をした場合には、当該経験を顧客が実際に有しているか否かに関わらず、説明の必要性が否定されることを1996年判決は明らかにしている²⁰⁾。

もっとも、1996年判決で問題となった事案は、1995年証券取引法施行以前のものであり、同法が施行された後、同法所定の説明義務の低減が認められるのか、認められるとして、どのような場合に認められるのかは、1996年判決からは明らかではない。この点、1995年証券取引法の立法資料を見ると、様々な顧客の「保護の必要性 (Schutzbedürfnisse)」を証券サービスの提供者は考慮しなければならないとの記述が見られ、説明義務等の水準は、顧客属性によって変動することが前提とされている²¹⁾。この点は、1996年判決と親和的である。さらに、立法資料によると、顧客の「保護の必要性」だけではなく、投資仲介者属性如何によっても、説明義務の水準に変動が生じることが予定されている。すわなち、次

18) なお、本件は、「過当取引」に関する審理を控訴審にてなすことを命じて差戻されている。

19) 先物取引における厳格な説明義務については、参照、川地宏之「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任（1）」専修法学論集92号（2004）（以下、「デリバティブ」として引用）137頁以下。

20) 1996年判決のかかる位置づけは、既に先行研究においても指摘されている。参照、川地・前掲注1）「ディスカウントブローカー」31頁、同・前掲注19）「デリバティブ」143頁。

21) BT-Drucks. 12/7918, S. 104.

のような記述がある。「証券サービス業者は、意図された取引の規模と性質を考慮し、顧客の利益を保護するために必要な範囲で義務を履行することのみを必要とする。その検討に際しては、証券サービス業者がディスカウントブローカーとして非常に有利な委託手数料で顧客の注文を執行し、その代わりに、助言を提供せず、そのことを顧客に適切に説明していた場合も考慮されなければならない」²²⁾と。このように、1995年証券取引法の立法段階では、同法所定の情報提供義務の水準には、顧客属性及び投資仲介者属性の双方が影響することが予定されていた。そして、BGHは、ディスカウントブローカーが投資仲介者となった事案について、説明義務の水準決定には、顧客の保護の必要性及び投資仲介者属性の双方が影響を及ぼすことを認める判決を1999年に下す。²³⁾以下では、これを確認したい。

第四節 1999年判決 —— 助言義務排除・説明義務低減法理の生成 ——

I 1999年判決の事実の概要

1999年判決²⁴⁾で問題となったのは、次のような事案である。原告は、ソフトウェアコンサルタントであり、既に他の銀行で株式オプション証券やドルオプション証券の取引を行っていた。被告はディスカウントブローカーであり、その取引条件として、いかなる助言も行わない、注文は証券番号の提示によってのみ実行する、オプション取引にあたっては、証券の種類、発行体、基礎価格、購入レート、最終決済期、そして現在の相場についてのみ情報提供を行うとしていた。1994年8月21日、原告は被告のもとで証券保管の口座開設を行った。口座開設申請において、原告は、既に5年から10年の証券取引の経験があり、投資形態として、オプション、オプション証券、外国為替等を好み、投資戦略としては、相応のリスクをとって持続的高収益を得ることを追求する、と申告した。

原告は、オプション証券の取引に関する被告のパンフレットを受領した。そこには、オプション証券取引が内包するリスクや、オプション証券取引の締結にあ

22) BT-Drucks. 12/7918, S. 103f.

23) 同判決については、川地・前掲注1)「ディスカウントブローカー」32頁以下において既に紹介されている。

24) BGH Urt. v. 5. 10. 1999, BGHZ 142,345.

たつて被告の情報提供の用意が限定されていることが記載されていた。また、原告は、1995年3月5日、「取引所先物取引の損失リスクに関する重要な情報」と題された情報書面に署名した。その後、原告は、スイスの銀行組合のレンジオプション取引で82,699.47 DMの利益を得た。1996年3月5日、原告は前述の情報書面に再度署名した後、新聞紙「取引所オンライン」の中の広告を見て、5月から11月にかけて三つの異なるレンジオプション証券を購入し、それによって、合計357,077.08 DMもの額の損失を被った。

そのレンジオプション証券のうち二つは、いわゆる「ノックアウト種 (knock-out-Variante)」であった。かかるオプション証券では、主として停滞相場を予測した買主は、原資産の相場、本件では通貨の外国為替レートが、オプション期間中にオプション証券の条件で定められた変動幅の中で動いた場合には、オプション期間の最後(評価時)に一定の額を受領する。しかし、相場が、わずか一日でも変動幅を上又は下に越えた場合には、オプションの失効によって、無価値となる。レンジオプション証券のもう一つは、いわゆる「hamsterオプション (Hamster-Optionsschein)」の一種であった。かかるオプション証券では、買主は、オプション期間中、原資産の相場が定められた変動幅内に止まっている日は毎日、架空の口座に一定額が振り込まれる。逆に相場が変動幅から離れた日は毎日、一定額が架空の口座から引き落とされる。かようにして集積された額が、オプション期間の最後に支払われる。

原告は、被告が原告に対して、原告が購入したレンジオプション証券の特殊なリスクについて説明をしなかったなどとして、契約締結上の過失、積極的契約違反、1995年証券取引法31条2項が定める保護法規違反による旧BGB823条2項²⁵⁾違反等を根拠として損益差引額とその利息について損害賠償請求をなした。

25) そのほかに、賭博及び先物の抗弁に基づく不当利得返還請求をも請求原因としているが、本稿と直接の関係がない論点であるため省略する。同抗弁に関しては、参照、角田美穂子「金融商品取引における適合性原則——ドイツ取引所法の取引所先物取引能力制度からの示唆(1)~(3)」*亜細亞法学*35巻1号(2000)117頁、同36巻1号(2001)141頁、同37巻1号(2002)91頁。

II 原審の判断

原審²⁶⁾は以下のように述べて、原告の請求を退けた。

被告は、説明義務違反を理由に損害賠償義務を負わない。なるほど確かに、被告は証券取引法（筆者注：1995年証券取引法）31条2項2号に基づき、意図された取引の種類や規模を考慮し、顧客の利益を保護するために必要な範囲で、目的になかったあらゆる情報を投資者に提供する義務を負う。しかしながら、被告としてディスカウントバンクが問題となっていることが考慮されなければならない。かような銀行は、顧客に対して取引所先物取引の機能方式、リスク構造、とりわけオプション証券取引の際の投入された資金の全損に至る高い損失リスクを書面で通知することによって説明義務を履行することができる。とりわけ原告は常に精密な注文を被告に出しており、助言や情報提供を被告に求めることはなかったのであるから、原告が注文したレンジオプションの特質、高度な損失の可能性、そして、レンジオプション証券取引は口座開設時に申告された投資戦略と一致しないという事情を被告は指摘しなくてもよい。

III 1999年判決

BGHは次のように述べ、原告の上告を退けた（以下、太字による強調は筆者による）。

本件における争点は、被告のように、情報に精通し経験を積んだ顧客のみを対象としていること、注文は証券番号の指示によってのみ実行すること、そして、オプション証券の一定のデータに関してのみ情報提供をすることを明確にしているディスカウントブローカーに対して、説明義務が課せられるか、そして、いかなる範囲の義務が課せられるか、である。

…説明義務の内容及び程度並びに履行の形式は、投資者、とりわけ、その説明の必要性、及び投資対象、とりわけ、その特有のリスクのみに左右されるのではなく、投資者の相手方、すなわち、銀行と、その態度にも左右される。顧客によって注文された特定のオプション証券について詳しくないとありのままに表明した銀行は、顧客に当該証券が内包する特有のリスクを説明することなくかかる証券の注文を実行しても、説明義務違反の責任を負わない。

26) OLG München Urt. v. 6. 10. 1998, WM 1998, 2367.

説明能力がないことを銀行が表明したにもかかわらず、それでもなお意図した取引を銀行のサポートがなくとも締結した投資者は、説明を必要としないと表明したと推定される。ディスカウントブローカーのように、そして被告も一般に行っているように、取引関係開始の際に既に、情報に精通し経験を積んだ投資者のみを対象としており、（一定のオプション証券のデータを除いて）情報冊子の送付を通じた説明の用意のみがあり、個別的な指摘を通じた説明の用意はないことを銀行が表明した場合にも、原則として同じことが妥当する。かかる銀行の表明を認識し、説明の要望なしに意図した注文を発した顧客は、これによって、銀行によるさらなる情報提供を必要としていないと表明したと推定され、それゆえ、説明の必要性はない。証券取引法施行前の時期の事案に対する当審の先例に照らすならば、顧客が特定のオプション証券の購入という意図した注文を民間金融機関に持ち込んだ場合、もしくは、経験が豊富であるかのごとく装った場合には、契約上の（契約前の）説明及び助言義務は一般に存在しない。

証券取引法は、かかる法律状態を基本的には変更してはいない。まず第一に監督法規としての性質を有するが、しかし、投資者保護の機能を有し、そして、契約上の（契約前の）説明義務の内容と程度に対して影響を及ぼす証券取引法 31 条 2 項 2 号によると、証券サービス業者は、意図された取引の種類と規模を考慮して顧客の利益保護に必要な範囲で、目的にかなったあらゆる情報を顧客に提供することを義務付けられている。この必要性は、投資者に説明の必要性がない場合のみ欠如するのではなく、原則として、説明が必要でないと投資者が表明した場合にも欠如する。銀行は原則としてそれを信頼してよく、さらなる情報提供を不必要であると思ってよい。証券取引法 31 条 2 項 2 号も、かかる投資者を投資者自身から保護する意図を有さない。

以上のとおり、原告が主張する証券取引法 31 条 2 項 2 号に基づく説明義務の不履行は認められない。そこで未解決な点は、契約締結上の過失の観点及び証券取引法 31 条 2 項 2 号を介した（筆者注：旧）BGB823 条 2 項によって説明義務違反が根拠づけられる否かである。

被告は、レンジオプション証券取引の締結に先立ち、取引所法 53 条 2 項に基づく情報書面を除いて、二冊の説明パンフレットを原告に送付している。このパンフレットは、全損リスクを含むオプション証券取引特有のリスクや価格形成の要因、そしてレバレッジ効果を鮮烈な方式で説明しており、また、オプション証

券は、ポートフォリオ構成への小規模の組入れ（Portefeuillebeimischung）という性格を優先的に有すること、従って、自由処分可能な全投資資産の一定のパーセントを上回るべきではないことが明確に指摘されている。このパンフレットでは、なるほど確かにレンジオプション証券やその特質については特に言及されていない。しかし、このことから、上告における原告の見解とは異なり、説明義務違反は生じない。なぜなら、原告に対する説明の必要性は欠如しているからである。

原告自身の申告によれば、原告は、後に注文したレンジオプション証券を「取引所オンライン」誌の中の広告を通じて認識している。それゆえ、原告は、レンジオプション証券が何かを知っていた。さらに原告は、それらの証券の中では、一部は「ハムスター種」のようなものが問題となっていて、そして、一部は、「ノックアウト種」のようなものが問題となっていたことを知っていた。ノックアウト種証券は、オプション期間の最後まで常に、それゆえ、購入後わずか数日でも既に、原資産価格の予期しない相場展開によって完全に無価値となりうることは明白である。それゆえ、さらなる指摘は不要である。

上告における原告の見解とは異なり、1994年8月の取引関係の開始の際に原告から伝えられた投資戦略、すなわち、「相応の」リスクをとりつつ持続的収益を得るという投資戦略にレンジオプション証券取引は一致しないことを、被告は原告に指摘しなくてもよい。原告は、取引所法53条2項に基づき、リスク性の高い取引所先物取引を有効に締結するための情報書面に署名した1995年3月の時点で既に、かかる戦略を明確に放棄している。とりわけノックアウト種のレンジオプション証券の取引は高リスクであること以外の点は明らかであり、全損リスクを知っていた原告にさらに説明される必要はない。

原告があてにしていた事前の特別な説明、とりわけ、損失の蓋然性や、通貨のボラティリティーに関する説明を、原告は、原告自身の見解とは異なり、信義則上、契約上（契約前）の説明義務に基づき、あるいはその他の点からも、期待し得ない。なぜならば、原告は、明確に情報に精通し経験を積んだ顧客のみを対象としている被告の限定された情報提供の用意について認識し、説明の必要性を表明することなく、意図したレンジオプション証券をそれぞれの証券番号の指示をもって注文したからである。原告は、さらなる説明を必要としないと言明したと推定される。これを被告は原則として信用してよい。かかる原告の態度にもかかわらず、実際には説明の必要性が存在することにつき、被告に悪意又はその不知

につき重過失があり、それゆえ、被告に例外的に説明義務が課せられるという根拠は、主張されてもいないし、また、立証されてもいない。

原告の請求は、その他の観点からも正当化されないため、上告を棄却する。

IV 1999年判決の意義

以上がディスカウントブローカーの投資者に対する配慮義務に関するBGHにおけるリーディングケースである。前述のとおり、1996年判決において、顧客が説明は不要である旨の意思表示をした場合には、助言義務の排除、説明義務の低減が認められることが明らかにされていた。本判決においては、1995年証券取引法の施行を前提として、次の三点が確認されている。すなわち、第一に、投資仲介者側が取引開始の時点で、情報に精通し、経験を積んだ顧客を想定しており、助言は一切なさず、また、標準化され、かつ一定の事項に限定された情報の提供のみを行う旨を明示しているにもかかわらず、顧客がさらなる説明を求めることなく意図した取引の注文を発したならば、(1996年判決が述べるところの)顧客側において「説明は不要である」との意思表示をしたに等しいという扱いを受けるといふ論理構成で、「説明の必要性」の欠如を根拠として、助言義務の排除のみならず、説明義務の低減も認められる。第二に、顧客の申告とは裏腹に実際には当該顧客に「説明の必要性」があることにつき、投資仲介者に悪意又はその不知につき重過失がある場合にのみ、広範な説明義務が課せられるが、それ以外の局面では、説明義務は限定されるという意味で、原則として顧客の申告を所与としてよいことを明らかにしている。第三に、標準化された情報冊子の送付によって説明義務を履行することが可能であり²⁸⁾、かつ、当該情報冊子に、ノックアウト種、

27) 説明義務低減の文脈として、Markus Stöterau, Informationspflichten beim Wertpapierhandel nach § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG, 2003, S. 97, 助言義務排除の文脈として、Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 293; Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 147も参照。

28) この点については、BGH Urt. v. 11. 11. 2003, WM 2004, 24 (以下では、「2003年判決」とする)が再度確認をしている。同判決において、BGHは、投資仲介者は取引関係開始の前に投資者に対して、ディスカウントブローカーとして、個別的助言や説明を提供しないことを明確に指摘しており、かつ、投資者は証券取引に精通していると申告し、また、個人的助言を望んでいないと認めているために、当事者の関係に、1999年判決の原理が妥当すると述べた上で、「それによると、原告(筆者注:投資仲介者)は被告(筆者注:投資者)の申告を信用してよく、また、個人的な説明や助言を不要であると

ハムスター種といった特殊な形態のオプション証券の特質が記載されていないくとも、オプション一般のリスクの記載があれば説明義務違反に問われない意味で、その履行方法が簡略化されているだけでなく説明義務の水準も低減されている。

かくして、ディスカウントブローカーは、取引開始の際に、情報に精通し、経験を積んだ顧客を対象としており、助言は一切行わず、説明も、標準化された情報の提供のみに限定して行うことを顧客に明示すれば、(標準化された情報に含まれるべき私法効を伴う説明義務の範囲は必ずしも明らかではないものの)、顧客が説明の必要性等を申告において提示しない限り、標準化された情報提供を行うことをもって説明義務を尽くしたことになることが、1999年までに判例法理として確立したものとなったといえる。²⁹⁾ 換言するならば、1999年判決までに確立された法状況は、一定の条件を満たす限り、ディスカウントブローカーには、リレーションシップモデルを採用するアクターとは異なり、「積極的投資者保護」に原理基盤を置く義務が課せられることはなく、助言義務の排除、説明義務の低減が認められる、というものである。

ところで、1996年判決では、取引開始に先立ち、顧客から一定の申告がなされたことが判決の基礎となる事実³⁰⁾に現れており、その申告内容が助言義務の排除、説明義務の低減に寄与している。また、1995年証券取引法施行後の1999年判決においても同様に、取引開始に先立ち顧客から取引の経験や投資戦略等の申告がなされている。この顧客の申告は、1995年証券取引法における顧客調査義務と関連を有するものと思われるし、また、1999年判決自体、顧客の「説明の必要性」につき、ディスカウントブローカーに悪意又はその不知につき重過失がある

ㄨ 思つてよい。証券取引法 31 条 2 項第一文 2 号に基づく義務は、利用される証券取引の展望 (Aussicht) に関して、標準化された情報を用いて、適当な文章による資料を被告に提供することに限定される」と述べている。

29) ただし、実務上はさらに説明を限定していた可能性もある。Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 108 は、口座開設時の質問用紙を通じて説明義務を果たそうとすると指摘されているほか、Möllers, a. a. O. (Fn. 10), § 31, Rn. 286 は、ディスカウントブローカーの説明義務の履行につき、一部では標準化された情報冊子を通じて行うとする一方で、一部では情報提供を行わないと指摘しているからである。

30) Möllers, a. a. O. (Fn. 10), § 31, Rn. 198 は、1999年判決に結論において賛同するが、その理由として、口座開設の過程で投資者の個人的状況に関する照会の際に、投資者がオプション証券取引につき経験を有しており熟練していると記述したことを挙げている。

場合にまで助言義務の排除，説明義務の低減を認めるものではない。それゆえ，一方で説明義務に関しては，口座開設時等に標準化された情報冊子を交付することで，その後の取引ごとに個別の説明が不要になると言う意味で大幅に限定された義務内容になっているが，その前提たる顧客調査義務の水準如何によっては，総体として把握した際の，1995年証券取引法下のディスカウントブローカーに課せられる義務水準は，低減されたものであるとはいえない可能性が残っている。そこで，以下では，この顧客調査義務につき，1995年証券取引法下でのドイツのディスカウントブローキング実務において，どのような対応が取られてきたのかを考察することで，総体として把握した際のディスカウントブローカーの配慮義務の水準を明らかにしたい。

第五節 ディスカウントブローカーの顧客調査義務の履行

I はじめに

以下では，1995年証券取引法下における，ディスカウントブローカーの顧客調査義務への実務上の対応を検討したい。この問題を紐解くにあたり，1995年証券取引法35条4項が，同法上の証券サービス業者の行為規範の遵守を判断するためのガイドライン策定権限を監督庁に与えており，³¹⁾ それを受けて策定されたガイドラインの内容も重要となる。³²⁾ 以下では，1995年証券取引法31条2項1号，ガイドライン，そして，BGHの立場を踏まえつつ，ディスカウントブローカーが，具体的にどのような顧客調査義務を負担していたのか，その義務の性質にはいかなる特質があるのか，そして，顧客調査義務及び説明義務を総体として把握したとき，1995年証券取引法下におけるディスカウントブローカーの顧客に対する配慮義務は，いかなる原理に基づくものであると把握しうるのかを検討する。

II ガイドラインにおけるディスカウントブローカーの顧客調査義務の内容

前述の通り，1995年証券取引法31条2項1号は顧客の知識，経験，財産状態，投資目的に関して申告を求めることを証券サービス業者に義務付けていた。もっ

31) 同ガイドラインの内容及び変遷については，Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 103ff.

32) 初期のガイドラインの内容につき，参照，角田美穂子訳「ドイツ証券取引法上の信用機関の行為義務に関するガイドライン」亜細亜法学35巻1号（2000）271頁。

とも、ガイドラインにおいて、ディスカウントブローカーの負担する顧客調査義務の水準は、低減されていた。すなわち、ガイドライン B2・1 は、1995 年証券取引法 31 条 2 項 1 号に対応し、証券サービス業者に、顧客に対して、追求する投資目的、個々の投資形態に関する知識及び経験、そして、財産状態を質問するように義務付けていた。³³⁾ただし、ガイドラインは、この高度な義務水準はディスカウントブローカーには原則として適用しないとしていた。というのは、ガイドライン B2・6 が明確に、ディスカウントブローカーの調査義務は、「意図された取引の実行のために、信用を仲介したり、あるいは自ら付与したり、又は担保の差入れを求めた場合」を除いて、顧客の知識及び経験に限定されるとしていたからである。³⁴⁾この限定は、以下のような理由に基づくとしてされている。すなわち、顧客の投資目的や財産状態は、投資助言の領域でのみ（あるいは投資助言の領域で最も）重要性を有するが、かかる投資助言は、執行のみの業務の場合、当初より除外されている、との理由である。³⁵⁾このように、ディスカウントブローカーの顧客調査義務の水準は、ガイドライン上低減されていた。

もっとも、先行研究が明らかにするとおり、かかる低減措置が存在するにもかかわらず、ディスカウントブローキング実務においては、顧客の知識、経験のみならず、投資目的及び財産状態についても、調査がなされていた。³⁶⁾「実際には、ディスカウントブローカー自らが特典の享受を放棄している」³⁷⁾という。それは、ガイドライン B2・6 によると、「顧客の知識と経験に配慮した説明をしなければならぬので、標準化された書面の交付だけでは説明義務を果たしたことはない可能性がある」ところ、ガイドライン B2・2 によると「業者が多種多様な金融商品をリスクに応じて複数のクラスに分類し、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態を考慮したうえで、顧客をいずれかのクラスに割り振り、顧客が割り振られたクラスに属する金融商品が取引対象とされる場合に

33) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 118.

34) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 118f.

35) Möllers, a. a. O. (Fn. 10), § 31, Rn. 204 ; Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 118.

36) 川地・前掲注 1) 「ディスカウントブローカー」 37 頁。

37) 川地・前掲注 1) 「ディスカウントブローカー」 37 頁、同「投資取引における適合性原則と損害賠償責任 (1)」法律論叢 83 巻 4=5 号 (2011) (以下、「適合性原則」として引用) 42 頁も同旨。

は、定型的に標準化された書面を顧客に交付すれば説明義務を果たしたことになる³⁸⁾」ためである、とされている。

かかる調査義務限定の「放棄」については、かような指摘の他に、次の二点も看過し得ない。第一に、ガイドライン B2・6 による限定それ自体が、1995 年証券取引法における法状況に合致しないとの批判がドイツにおいて存在した。かかる批判を受けてか、1998 年 1 月 15 日、ドイツ銀行連邦協会は、その構成員に、私法上の責任を回避するために必要である可能性があるという法的不確実性のために、ディスカウントブローカーに対しても投資目的と財産状態について顧客に照会することを要請している⁴⁰⁾。かかる法律状態の不確実性によるリスク回避措置として、ディスカウントブローキング実務に影響を及ぼしたものと解しうる⁴¹⁾。第二に、ディスカウントブローカーが、証拠金取引等も顧客に提供する際には、ガイドライン B2・6 を前提としても、顧客の投資目的、財産状態に関する調査をなす義務が課せられる。それゆえ、かような取引をも取り扱う場合には、かかる取引の顧客となりえる投資者については、投資目的や財産状態を把握しておく

38) 川地・前掲注 37)「適合性原則」41 頁以下。同・前掲注 1)「ディスカウントブローカー」38 頁以下も同旨。

39) Möllers, a. a. O. (Fn. 10), § 31, Rn. 204. 執行のみの業務の際にも 1995 年証券取引法 31 条 2 項 2 号の説明義務の枠組みにおいて、証券サービス業者に対する顧客適合的警告義務が生じうるが、それを果たし得るためには、顧客の投資目的及び財産状態を証券サービス業者は知っていなければならない、との理由に基づく。また、Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 122 も、ガイドラインに否定的である。すなわち、ガイドライン B2・6 によれば、調査義務は顧客の知識及び経験に限定されているが、他方で説明義務は、それらに加えてさらに顧客に意図された取引を踏まえるべきことが要請されている、とする。また、Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 107 も、投資目的に関する認識があってはじめて適切な情報提供をなしうる、とする。また、Norbert Reich, Informations-, Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagengeschäft unter besonderer Berücksichtigung des „execution-only-business“ (EOB), WM 1997, 1601 (1609) も、ガイドラインは、証券取引法上の情報取得義務とそれに結びついた説明から解放されるためのよりどころとはならない、とする。

40) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 119, 215.

41) また、仮に、説明義務のレベルで 1995 年証券取引法 31 条 2 項 2 号により、「意図した取引に関する顧客の知識及び経験」を踏まえた説明だけでなく、「投資目的や財産状態」を踏まえた説明を要求されるなら、その水準にもよるが、標準化された書面によって説明義務を履行するか否かを問わずに投資目的や財産状態を把握しておく必要に迫られるものと思われる。

必要がある。かかる事情も、ディスカウントブローカーに、ガイドライン B2・6 の義務水準の限定を援用させなかったことに関連するものと思われる。

いずれにせよ、1995 年証券取引法のもとで、ディスカウントブローカーは、先行研究が既に明らかにする通り、ガイドライン B2・6 の義務水準限定を享受していないことは確かである。それでは、具体的にどのようにして顧客調査義務を履行していたのであろうか。以下でこれを確認しよう。

Ⅲ ディスカウントブローカーの顧客調査義務と説明義務の履行

1. 先行研究における理解

1995 年証券取引法の下における調査義務及び説明義務の履行方法⁴²⁾に関しても、既に先行研究において詳細に紹介がなされている。以下、これを確認しよう。⁴³⁾まず、業者は、「扱う金融商品をリスクに応じて複数のクラス（クラスの数には業者によって異なるが大体四から六である）に分ける」。「低順位のクラスには、元本保証の貯蓄性金融商品、支払能力が高い国や自治体の公債、安定した大企業の社債などが含まれている。逆に、高順位のクラスには、先物取引、オプション、ワラントなどが含まれている」。その上で、「個々の顧客をいずれかのクラスに配属させる。その際、顧客の申告内容、つまり、知識、経験、投資目的、財産状態を考慮して所属するクラスを決定する」。かようなクラス分けを行うことにより、「所属するクラスあるいはそれより低順位のクラスに含まれる金融商品の取引を顧客が注文した場合には」、「説明義務が軽減され、口座開設時における書面の交付のみで足りると考えられている」、というものである。

かような 1995 年証券取引法下におけるクラス分けを、先行研究は次のように位置づける。すなわち、「顧客は不適合な金融商品を購入するおそれがなく、助言を受けた場合と同じような地位を得られる」。「顧客のクラス分けは、ディスカウントブローカーの説明義務を軽減する一方で、顧客には業者から助言を受けたのと同じ効果を与えることにな⁴⁴⁾る」と。

42) 1995 年証券取引法下における実務上の顧客調査義務や説明義務の履行については、Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 214ff.

43) 以下の記述は、川地・前掲注 1) 「ディスカウントブローカー」39 頁以下による。

44) 川地・前掲注 1) 「ディスカウントブローカー」41 頁。

以上要するに、先行研究においては、1995年証券取引法下におけるディスカウントブローカーは、なるほど確かに説明義務の低減が認められているものの、他方で、その前提となる顧客調査に基づくクラス分けの段階で、顧客に「助言」を付与しているとされている。これは、ディスカウントブローカーの配慮義務を総体として捉えた際には、「自己決定基盤の歪曲化禁止」の色彩を帯びているものとしてではなく、「積極的投資者保護」の色彩を帯びたものとして把握すべき、ということを示唆するものである。というのも、この文脈で用いられている「助言」という文言が、前章において検討したBond判決における「助言」（義務）、すなわち、顧客属性を調査するとともに、投資対象につき現時点での情報を収集し、分析・評価を行い、当該投資対象が、当該顧客に適合的なものであるのかの判断を下す、という意味での「助言」と特段の区別なく用いられているためである⁴⁵⁾。Bond判決における助言と、顧客のクラス分けとが同一の水準、あるいは、水準は異なるが、同一の性質を有するものとして把握しうるならば、1995年証券取引法の下におけるディスカウントブローカーは、説明義務を大幅に低減されている一方で、口座開設時の「助言」義務の履行からは免れていないことになる。それゆえ、ディスカウントブローカーの配慮義務を総体として把握するならば、説明義務の低減の意義は著しく後退し、結局のところ、ディスカウントブローカーは「積極的投資者保護」を原理基盤とする義務から解放されていないことになる。また、仮にかような前提をもとに、1999年判決が構築されているのであるとするならば、同判決の捕らえ方もまた再考を要することになるであろう。顧客の口座開設時の申告等により「説明の必要性」が不在であることをもって、説明義務の低減を認める同判決もまた、その前提として、取引開始時点における「助言」の付与を求めているのだとすれば、ディスカウントブローカーに対する説明義務の低減の意義は大きく後退し、結局のところ、ディスカウントブローカーの配慮義務を総体として把握した際には、その依拠する原理基盤は「積極的

45) 前述のように、先行研究では、「助言を受けた場合と同じような地位を得られる」、「助言を受けたのと同じ効果を与える」とされている。参照、川地・前掲注1)「ディスカウントブローカー」41頁。他方、川地・前掲注37)「適合性原則」42頁によると、「大まかではあるが、適合性原則が実現されたことになる」とされており、一定の区別がなされているようにも解しうる。しかし、少なくとも、助言義務とクラス分けとの性質が根本的に異なるものであるとする理解は示されていない。

投資者保護」にあると理解せざるを得ないためである。

2. 実務における顧客属性調査の履行方法と 2003 年判決

では、この 1995 年証券取引法の下で、ディスカウントブローキング業務においてどのような顧客調査が実際に行われていたのか、それを確認しよう。その手がかりとなる資料が存在する。⁴⁶⁾ 1995 年証券取引法下で、2005 年ごろに用いられていたと思われる、顧客に申告を求めためのフォーマットである。以下で、その一例を見よう。⁴⁷⁾

証券取引法 31 条 2 項に基づく申告

金融機関は、証券取引法 31 条 2 項に基づき、証券サービスの執行の際に、意図された取引の性質及び規模を考慮してお客様の利益を保護するために必要な範囲で、お客様の取引に関する知識及び経験、取引によって追求する目的、財産状態について、お客様に申告を求めなければなりません。申告のご提供は任意で、お客様ご自身の利益のためのものです。しかし、お客様の申告なしに、私どもはお客様をリスククラスに分類することができません。お客様のデータは厳格に秘密事項として取り扱われ、第三目的のために使用されることはありません。お客様が申告の変更をお求めならば、その旨を私どもにお伝えくだされば、私どもはお客様の書類を更新できます。新しい申告用紙をどうぞお求め下さい。

リスククラス（回答にのみ×をつけて下さい）

私は（我々は）、以下のリスククラス※につき、バランスの取れた投資判断を行うための知識を有しており、選択したリスククラスに分類された証券に応じて、今後の証券購入を行うことを望んでいる。より高いリスククラスは、それぞれそれ以下

46) René Schüler, Die Pflicht zur Beratung und Information der Discount-Broker bei Wertpapiergeschäften unter besonderer Berücksichtigung der einschlägigen Rechtsprechung, 2005, S. VII ff.

47) 比較的文字の判別が容易な ING DiBa の申告用紙を参照する（なお配置に一部変更を加えている。この点は後述の申告用紙全てに共通する）。

のすべてのリスククラスを含んでいる。

※具体的な証券の分類は変更される場合があります、また、お客様の個人的評価と詳細に一致してもおりません。

- リスククラス A（安全志向） 資産維持，投資の安全性が何よりも重要である
例えば，EU 金融市場の国債，州債，政府短期証券

- リスククラス B（保守的） 相応のリスクをとり高収益を希望
例えば，ユーロ社債，ユーロ確定利付証券ファンド，オープンエンド型不動産ファンド

- リスククラス C（リスク意識） 短期金融市場の金利水準を上回る収益を希望し，よりリスクをとる用意がある
例えば，ユーロ加盟国の株式（標準値⁴⁸⁾，混合ファンド，年金ファンド，ファンドオブファンズ，ユーロ加盟国以外の短期金融市場ファンド，オープンエンド型不動産ファンド及び確定利付証券ファンド

- リスククラス D（投機的） 高収益及び（又は）高成長を希望し高度なリスクをとる用意がある
例えば，ユーロ加盟国以外の標準値株，享益権付証券，株式ファンド

- リスククラス E（最も投機的） 極めて高い収益及び（又は）極めて高い成長を希望し，投入した資産の全損もありうる極めて高度なリスクをとる用意がある
例えば，副次値株式⁴⁹⁾，金融先物取引を除く指数証券

48) 原語は Standardwerte であり，ドイツであれば，DAX 対象銘柄となっている株式を指すものと思われる。

49) 原語は Nebenwerte であり，ドイツであれば，DAX 以外の指数，MDAX や SDAX の対象銘柄となっている株式及びそれらの対象にもなっていない株式を指すものと思われる。

ご注意ください。お客様がオプション証券や先物取引類似の証券取引を希望される場合、お客様に金融先物取引能力が必要となります。資料は、いつでも以下の電話番号までご請求ください…。

投資経験（回答にのみ×をつけてください）

未経験又は 1 年未満 1 年以上 5 年未満 5 年以上 10 年未満 10 年以上

投資目的（回答にのみ×をつけてください）

資産形成/投資 家族への備え 老後への備え 不動産の購入
 投機目的

財産状態の申告（それぞれの回答にのみ×をつけてください）

一年あたりの平均実質所得

例えば、実質給与/実質年金、資本収入、賃貸/不動産賃貸

25,000€ 未満 50,000€ 未満 100,000€ 未満 100,000€ 以上

一年あたりの自由処分可能な実質所得

新たな投資に用い得る余剰、あるいは、支出（例えば、生活費、賃料、ローン、保険料など）を差し引いた所得

2,500€ 未満 5,000€ 未満 10,000€ 未満 10,000€ 以上

以上が、1995 年証券取引法下における顧客調査の一例である。⁵⁰⁾ 1995 年証券取

50) なお、もっとも簡略化された顧客調査のフォーマットは、DBA bank の次のようなものである。

あなたの年間実質所得は？

無収入 25,000 ユーロ未満 50,000 ユーロ未満
 75,000 ユーロ未満 100,000 ユーロ未満 100,000 ユーロ以上

あなたの証券経験は？

未経験 5 年未満 10 年未満 15 年未満 15 年以上

あなたの投資戦略は？

引法の下で、ディスカウントブローカーは、口座開設時にかかる申告用紙に基づいて顧客に申告を求め、その申告に基づいて、リスククラス分けを行っていたことがうかがえる。

かかる申告用紙に基づく顧客調査及びクラス分けが1995年証券取引法の要請を満たすということは、BGHにおいて是認されているものと思われる。というのも、前述の2003年判決の事案は、「契約準備の際に、被告（筆者注：投資者）は原告（筆者注：投資仲介者）の申告用紙に、可処分資産は20,000 DMとし、（とりわけ外国株式、副次債株式、オプション証券取引を含んでいる）リスククラス5におけるバランスの取れた投資決定をなすために必要な知識を持っており、投資経験を12年と申告した。また、原告は投資目的として、極めて高収益を希望していて、投入した資産の全損リスクにいたるまでのリスク受容性があるとした」というものである。これは、2003年判決の事案において、概ね、上述の申告用紙と同様の申告用紙に基づいて顧客調査及びクラス分けが実施されたものと考えることができよう。かかる事案において、被告は上告において「原告は証券取引法31条2項第一文1号に違反している。なぜならば、原告は十分に徹底的に、詳細に、そして具体的に、被告の証券取引に関する知識及び経験を被告に質問しなかった」と主張している。これに対し、BGHは、「原告が被告に要求し、受領した申告は、被告は証券投機に精通しており、長年の経験を有しており、高度なリスク受容性があり、標準化された情報資料を超えてさらなる説明や助言は不要であると原告が判断するだけの具体性を有していて、明確に十分である」と述べて⁵¹⁾いる。ここからは、上述のような申告用紙を用いて顧客に申告を求める顧客属性

- 無戦略 老後の備え 短期的相場差益 持続的高収益 投機
 バランス（収益/リスク）

あなたの投資形態は？

- 挙げられた投資形態にない 外国確定利付証券 外国為替
 外国株式 国内株式/享益権証券 投資ファンド 定期性預金
 国内確定利付証券 オプション証券/オプション/先物
 その他の先物取引

51) 同判決はさらに続けて、1999年判決を引用しつつ「被告の申告の再検査を原告に可能とする細目に基づいて、原告は質問する必要はない。原告はむしろ被告の申告を信頼してよい。証券取引法31条2項は、投資者を投資者自ら保護する意義を有さない」とも述べている。

調査及びクラス分けが 1995 年証券取引法 31 条 2 項 1 号の要請を満たしていると BGH が判断していると考えてよいであろう。

さて、かかるクラス分けの性質を、どのように把握すべきであろうか。「助言」の文脈において把握すべきであろうか。そして、説明義務とその前提となるクラス分けを総体として捉えた際、1995 年証券取引法におけるディスカウントブローカーの配慮義務の依拠する原理基盤は、「積極的投資者保護」にあるといえるだろうか。以下で検討したい。

3. 「助言」とクラス分けの異質性と区別の必要性

説明義務の水準低減の前提たる、上述のクラス分けは、確かに、顧客の申告に対する一定の評価が介在するため、先行研究が位置づけるように「助言」と評価できなくもない。しかし、これは、Bond 判決の文脈における「助言」とは明らかに異質なものであり、また、両者を明確に区別することなく混合させることは、Bond 判決の文脈における「助言」にとっても、顧客のクラス分けにとっても有害ですらある。それは、以下の理由からである。

Bond 判決で意図されている「助言」は、顧客適合的助言と投資対象適合的助言からなる。後者にあつては、ある種類の金融商品共通の特質ではなく、ある種類の金融商品のうちの推奨の対象とされている個別銘柄の個性、しかも、推奨時点での個性を調査、分析、評価すべきことを投資仲介者に要求するのが「助言」義務であった。ところが、上述のクラス分けでは、かかる個別銘柄に着目した調査、分析、評価に基づく分類はなされていない。むしろ、各種類の金融商品のリスクを大まかに分類しているに過ぎない。また、もう一方の顧客適合的助言の文脈でも、「助言」とクラス分けは看過し難い著しい相違を見せており、より深刻な対立を際立たせている。

通常、顧客に適した「助言」をなすにあたって何よりも重要なのは、当該顧客の今現在のポートフォリオ構成が、当該顧客の総財産やリスク選好、知識や経験⁵²⁾に照らして最適であるといえるか、という要素にあるはずである。それゆえ、例

52) 例えば、ある投資者が、急速な円安で保有資産が目減りするのを嫌っていたとしよう。この投資者に助言をするために、当該投資者の平均実質所得及び可処分所得を調査しても、全く意味をなさない。例えば、当該投資者の預金や保有する現物株式の銘柄が、円／

えば顧客の財産状態にあつては、現金資産、不動産資産、金融商品資産（とその内部におけるポートフォリオ構成の詳細）に関する顧客調査が不可欠である。他方、上述の申告用紙を用いた調査及びクラス分けでは、かかる助言をなすに通常不可欠であると思われる顧客属性調査がなされているわけではない。とりわけ、財産状態については、1年あたりの実質所得及び可処分所得のみの申告を要求しているに過ぎない⁵³⁾。このように、1995年証券取引法下の顧客調査及びクラス分けでは、Bond判決の文脈において論じられている顧客適合的助言及び投資対象適合的助言の双方をととも履行することはできない。クラス分けは、当初より、かような「助言」を提供することにその主眼を置いているのではなく、単に取扱金融商品をそのリスク規模ごとに大まかに類型化し、当該類型（とそれ以下の類型）に含まれる金融商品の当該顧客に対する適性を、標準化された申告用紙を用いて、かつ、基本的に顧客の申告に依拠して、一括判断することに主眼があることは明らかである⁵⁴⁾。換言するならば、Bond判決の文脈における「助言」が明確にその原理基盤を「積極的投資者保護」に置くのに対して、顧客のクラス分けは、「積極的投資者保護」にその原理基盤を置くものではない。本稿では、Bond判決の文脈における「助言」との対比で、ディスカウントブローカーによるクラス分けを明確に区別するために、後者を特に「高度に標準化された適格性審査」と呼ぶこと⁵⁵⁾としたい。

-
- ㄨ 建預金、輸入関連企業に偏っており、それゆえ、円安の影響を受けやすいということまでが判明したとき、初めて、「保有する輸入関連企業株の一部を売却して、輸出関連企業の株式を購入するか、あるいは、円建て預金の一部を外貨建てに移行させれば、円相場の変動リスクを分散させることができるが、逆に円高傾向になると、保有資産の一部が目減りすることになる」という助言を行うことができる。このように、通常、助言を行うおとするならば、当該顧客のポートフォリオ構成をある程度把握しなければならない。
- 53) 実際、Bond判決においても、「資産の大部分（筆者注：運用資産の約5分の2）を投入して海外の工業社債を購入することを原告に推奨することは失策である」とされているところである。
- 54) このこと自体は先行研究においても意識されているものと思われる。なぜなら、「日本証券業協会の規則やガイドラインにおいて取引開始基準の設定が業者に要請されているが、顧客のクラス分けはその延長線上において実現可能であると思われる」というまさに正鵠を射た指摘がなされているからである。参照、川地・前掲注1)「ディスカウントブローカー」53頁。
- 55) なお、先行研究において、クラス分けは、「継続的な取引関係という大枠において助

かような「高度に標準化された適格性審査」を、Bond 判決の文脈における「助言」と明確に区別しないまま、「助言」として把握することは、先行研究において、我が国に示唆を得ようとされ続けてきた Bond 判決の文脈における「助言」の意義を大幅に減殺されかねない危険性が多分にある。というのは、「高度に標準化された適格性審査」それ自体を一度「助言」と把握してしまうならば、例えば、「高度に標準化された適格性審査」のレベルにおいて把握した「当該投資者の知識、経験、リスク選好、年収及び可処分所得に照らして、国内株式『一般』が適合すると判断したために、個別銘柄の個性を調査することも評価することもなく、適当な銘柄の（しかも、その当時業績の大幅な下方修正をなした直後であった会社の）株式を可処分所得の範囲内に十分収まる株数で推奨し、これを優良な企業の株式であると誤信した投資者から注文を得た」ということをもって、合理的根拠を有する「助言」であり、「助言」義務を果たした、ということになりかねない危険性をもたらすためである。仮にこれが意図せざる帰結であるとするな

、言を行うことと同一視できる」とされている箇所が存在することには、一定の注意を要する。参照、川地・前掲注 1)「ディスカウントブローカー」42 頁。というのは、例えば、当該顧客が行った取引のモニタリングを継続的になし、そこから知識、経験、ポートフォリオ構成、投資目的を割り出し、継続的な取引関係という大枠の中で、「助言」と類似のサービスを行うとの理解が示されている可能性が残るからである。ただし、次の三点が指摘されなければならない。第一に、確にかようなサービスを提供することは可能であろうが、上述のクラス分けのレベルでは実現できず、継続的モニタリングに加え、後述するようなクラス分けの精度それ自体を高度にすることが要請される。その点は置くとしても、第二に、取引開始時点でのクラス分けにおいては、取引履歴がゼロであるため、かようなサービスを提供することはできない。また、取引開始後であっても、当該顧客が他社での取引も行っている場合には、かかるサービスには限界がある。第三に、かかるモニタリング等をなすことに伴うコスト増よりも、モニタリングをなさないことによるコストカットと委託手数料の圧縮をディスカウントブローカーが志向することが 1999 年判決のいう「重過失」に該当するという法状況下でなければ、上述の「助言」と類似のサービスをディスカウントブローカーに適用される義務水準の下限として設定し得ない。この点に関する先行研究の理解は定かではない。

56) あるいは、ある投資者が「急激な円安傾向による資産の目減りを嫌っている」と告げ、投資カウンセリングに入ったとしよう。しかし、実は当該投資者のポートフォリオ構成は、極端に輸出関連企業の株式に偏っており、円安傾向による損失リスクは不在であり、この点につき投資者は誤解していたとしよう。この場合、投資助言として、実質所得や可処分所得のみを考慮し、当該顧客のポートフォリオ構成を全く質問することすらなく、「円相場の変動をヘッジできる」として円安傾向において収益が見込まれる輸出関連企

らば、上の例の投資仲介者の態様は「助言」義務に反すると評価されねばならない。しかし、クラス分けの文脈において、顧客属性調査や取扱金融商品の区分けの水準を満たすという意味で「助言」を付与していると認められるにもかかわらず、なにゆえこれが「助言」義務に反するのか、その理由が不明確になる。換言するならば、Bond 判決の文脈における「助言」義務の水準を安易に低下させることに対抗する原理が不在となる。

また、「高度に標準化された適格性審査」と Bond 判決の文脈における配慮義務とを区別することなく「助言」と把握することは、「高度に標準化された適格性審査」を Bond 判決の文脈における「助言」に接近させる契機となる危険もある。実際、ドイツにおいても、「高度に標準化された適格性審査」には、高度に標準化されているがゆえに様々な批判が投げかけられている。例えば、リスクグループが少なすぎて典型的リスクの内容が的確に捉えられておらず、新規顧客は、自身の当該カテゴリーのリスクに関する知識の水準につき検証される機会を有していないことが指摘されている⁵⁷⁾。また、各カテゴリーに含まれる商品のリスク構造は確かに似ているが、当該カテゴリー内の金融商品ごとに異なった情報提供が必要であるとして、リスクカテゴリーが大雑把であることも批判されている⁵⁸⁾。さらに根本的に、申告における顧客の自己評価についても、当初より一定の取引から自身を排除したくないと考える顧客については問題が生じるとの批判も寄せられている⁵⁹⁾。

かかる批判に応えることそれ自体は可能である。例えば、リスククラスをさらに細分化し、同じ種類の金融商品内部でさらに詳細に、個別銘柄の個性を把握した分類をしていき、更新の頻度を高めることで「高度に標準化された適格性審査」を「助言」へと傾斜させることは可能である。あるいは、顧客の申告を前提

ㄨ 業の株式を推奨し、さらに円高リスクをいびつに増大させても、やはり助言義務に反しないことになる危険性がある。

57) Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 111.

58) Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 111. また、Möllers, a. a. O. (Fn. 10), § 31, Rn. 203 も、手堅い大企業の株式（ブルーチップス）と売買高の少ない、価格変動が大きい市場における新興企業の株式とのいずれが購入されようとしているかは重大な相違であるとして、商品グループ内の様々な商品のリスクの度合いがなお一層厳格に区別されるべきであると批判する。

59) Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 113.

とした適格性審査に終始せず、申告内容の妥当性につき、対面による質疑を繰り返すなどして調査を行えば、なお一層充実した適格性審査となり、「助言」に接近させることが可能である。⁶⁰⁾ 仮に両者を明確に区別することなく「助言」として把握するとするならば、可及的に充実した適格性審査を要求すべきとの帰結を導くことは可能であり、それを妨げる対抗原理は不在である。このように、Bond 判決の文脈における「助言」と、「高度に標準化された適格性審査」とを区別せず、「助言」として把握することは、いずれかをいずれかに接近させる道を開くことになる。

しかし、かかる道は開かれるべきではない。両者は明確に区別されるべきであり、「高度に標準化された適格性審査」は、「助言」へと転化すべきではなく、逆に「助言」もまた、「高度に標準化された適格性審査」へと安易に傾斜すべきではない。その理由は、以下の通りである。

4. 多様性への配慮と投資者と金融商品とのマッチング支援

「高度に標準化された適格性審査」を上述のような批判に答え「助言」へと転化させるべく、グループ分けを精緻なものにするならば、確かに一面では充実した投資者保護を実現するであろう。しかし、そのことによって別の問題が惹起されることも看過されてはならない。例えば、個別銘柄の個性を詳細に把握した上でリスククラスを細分化しようとするならば、評価部門を設置し、人員をあて、常に情報の取得と評価を繰り返さなければならなくなる。そして、それによって「高度に標準化」された状態と比較して著しいコスト増を招く。また、リスククラスを細分化して顧客を分類することも、コスト増を招くし、加えて、事後的に評価を誤ったと判断される可能性が高まり、⁶¹⁾ それにより一方で顧客にはモラルハ

60) 先行研究においては、説明義務の文脈であるが「口座開設時…には、説明書を交付するとともに、顧客が所属するクラスに含まれる金融商品について口頭での説明も行うべきであると考えられる。ネット取引の場合は E メールで、電話取引の場合は業者から電話をかけることによって説明を行うべきであろう」との指摘がなされている。参照、川地・前掲注 1) 「ディスカウントブローカー」53 頁以下。本文中で述べた対応と同種のものとして把握できるものであろう。

61) 6 段階の中から当該顧客を「最も」相応しいクラスに属させる場合と、60 段階の中から当該顧客を「最も」相応しいクラスに属させる場合とではそれに要するコストも相応に異なるばかりか、事後的な評価を受けた際に「最も」相応しいとまではいえない（よ

ザードを誘引し、他方で投資仲介者にそれに備えるべく過剰な支出を強いる危険性がある。また、顧客の申告を前提とした適格性審査をなさずに、申告内容の妥当性、真実性につき、直接質問をするなどして、顧客をさらに調査することを要求するならば、「高度に標準化された適格性審査」との対比で、看過し得ないコスト増を招くことは明らかであり、また、必要な調査を尽くさなかったとする顧客側の訴えを誘発するならば、それに備える過剰支出をもたらす危険性もある。これらの危険が現実化したならば、ディスカウントブローカーは、その安価で利便性の高いサービスを市場に供給しえず、リレーションシップモデルとの対比で特質が薄まったサービスを比較的高コストで供給するか、あるいは、市場からの撤退を余儀なくされる。これは、ディスカウントブローカーの利益を害するだけでなく、安価で利便性の高いサービスを通じた投資取引という選択肢を顧客から剥奪するという意味で、顧客の利益をも害する。かかる状況は、市場の効率性を害するという問題は置くとしても、クラス分けの高度化を志向する目的が顧客の自己決定権の擁護にあるとするならば、顧客の自己決定権を擁護するために、サービスに関する顧客の自己決定の機能領域を狭めるという自己矛盾に陥る可能性がある。

かような弊害を意識した際、「高度に標準化された適格性審査」は、これらの弊害を克服する側面を有していることが浮かび上がる。すなわち、クラス分けの前提となるリスククラスを過剰に分類しないことで、個別銘柄の評価等に要するコストを削減し、かつ、クラス分けの際の評価ミスの危険を大幅に減殺している。これは、コスト減に資し、かつ、顧客のモラルハザードを抑止し、投資仲介者がモラルハザードに備えるために過剰支出をなすことも抑止している。また、顧客の申告を原則として前提としてよく、その申告内容を詳細に検証・確認をしなくともよいとすることによっても、コスト減、顧客のモラルハザード抑止、投資仲介者の過剰支出の予防が図られている。また、口座開設時に顧客の知識及び経験

、り相応しいクラスがあった）と評価される危険性も相応に異なろう。従って、その危険性を回避するために様々なコストが高まり、また、事後的な投資結果を受け、損失を投資仲介者に転嫁するために「最も相応しいとまではいえない」として争おうとする誘引も高まるであろう。

62) 上述の2003年判決が逆の結論をとっていたならば現実のものとなる危険であるといえる。

を申告させ、それに基づきクラス分けを行うことで、顧客側が望まざる投資結果を投資仲介者に転嫁する意図のみをもって「必要な説明を受けていなかった」として訴訟を提起するモラルハザードを抑止し、個別の注文時における説明義務の過剰履行を防止している点も看過されてはならない。「高度に標準化された適格性審査」は、「多様性」を害する事態が生じないように配慮された中で可能な限りの商品と顧客とのマッチング支援をなすものであると把握することができよう。そして、かように把握することによって、「高度に標準化された適格性審査」を、「助言」へと安易に傾斜させるべきではない理由も明確となる。顧客のサービスの質に関する選好に関わらず市場に広範に「後見的保護」を妥当させることにより、多様性を著しく害するためである。これは、自己決定権アプローチを採用したとしても、安易に容認できない帰結であろう。

逆に「助言」義務も、「高度に標準化された適格性審査」へと安易に傾斜すべきではない。前章の検討を通じて明らかとなったのは、「助言」義務は、濃密な信頼関係に基づき排他的取引関係を構築することを意図するリレーションシップモデルを採用するアクターを前提として構築された可能性が高いということであった。また、かかる信頼関係を前提とするアクターが通常は信頼創出のために自発的に行う行動傾向に法の裏打ちを与え、信頼創出を容易にする側面を「助言」義務は有していることも既に述べた通りである。このような機能を有する「助言」義務の水準を安易に低下させるならば、法の裏打ちを通じて創出される「信頼」の水準も低下する。これにより、リレーションシップモデルが機能するために要する水準での信頼創出が困難となり、そのビジネスモデルを揺るがす事態が生じる。このことは、信頼創出のための追加的費用の支出を強いたり、同モデルを市場から駆逐したりすることになる。その結果、トランザクションモデルとの対比で特色の薄まったリレーションシップモデルに基づくサービスのみが市場に供給されることになる。かような帰結は、リレーションシップモデルを採用するアクターの利益を害し、かつ、リレーションシップモデルを採用するアクターが供給するサービスを选好する顧客の利益をも害する。このような問題状況を明確にした際、「助言」義務と「高度に標準化された適格性審査」が性質を異にするものとして把握されるべきであり、安易に「助言」義務を、「高度に標準化された適格性審査」へと傾斜させるべきではないことの理由が明確になる。リレーションシップモデルの維持を困難とすることで、自己決定権アプローチを

採用したとしても重視されるべき多様性を害するためである。

5. サービスの多様性と投資者とサービスとのマッチング支援

以上要するに、1995年証券取引法の下で行われていた顧客のクラス分けと、Bond判決における「助言」とは、異質なものであり、明確に区別されなければならない。そして、両者のいずれかを、他方に安易に接近させることは、否定されねばならない。「高度に標準化された適格性審査」は、「助言」義務とは異なり、「積極的投資者保護」を原理基盤とする義務ではない。そうではなく、トランザクションモデルの特質に配慮した中で可能なマッチング支援を命じる義務として位置付けられるものである。それゆえ、「高度に標準化された適格性審査」を前提とした口座開設時等の標準化された情報冊子の交付という、1995年証券取引法下におけるディスカウントブローカーの配慮義務を総体として把握しても、「積極的投資者保護」を原理基盤としているとは評価し得ない。そして、かようなディスカウントブローカーに課せられる義務と、リレーションシップモデルを採用するアクターに課せられる義務とが異質の原理に基づくことは、多様性の維持・増進への配慮とマッチング支援の文脈においては、矛盾と評価すべき法状況ではない。

もっとも、異なる原理に服する配慮義務が市場に併存することで、サービスに多様性が生じることは、他方で、サービスと投資者のマッチングが困難となる。投資者の選好に適さないサービスを投資者が選択することでミスマッチが生じる危険が高まり、それにより、投資者と金融商品とのマッチング支援のみならず、投資者とサービスとのマッチング支援が課題となる。この課題を意識し、1999年判決等を再考するならば、ドイツ法においては、一定の手当てがなされていることも判明する。

第一に、ディスカウントブローカーは、1999年判決を前提とするならば、口座開設時に、顧客に対して、経験を積み、情報に精通した顧客のみを対象としており、いかなる助言も行わないこと及び個別の注文の執行に際して説明を行わないことを明示し、さらなる説明等を欲する顧客にとって、ディスカウントブローカーを取引相手とすることは適切ではないことを明らかにする必要がある。この

63) 説明義務低減につき、Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 97. また、助言義務排除につき、⁶³⁾

ことは、当時のドイツにおいて、トランザクションモデルを採用するアクターが新出したばかりで、顧客一般になじみが薄く、リレーションシップモデルに基づく手厚いサービスを投資仲介者一般が提供するという前提が顧客一般にある限り⁶⁴⁾、重要なミスマッチ回避のための要請であるといえる。⁶⁵⁾また、ディスカウントブローカーの安価な委託手数料が顧客に強調されることにより、その価格優位性のみ目を奪われ、それと表裏をなす、個別的助言や各取引時の説明の削減に関する認識が薄まる危険が一般にあるとするならば、そのデメリットの周知徹底はサービスに関するミスマッチの予防に資する。

第二に、学説上、ディスカウントブローカーは、単に助言を行わないことを明示するだけでは足りず、実際に助言を行わないことが求められ、個別的に投資カウンセリング等を行ったならば、黙示の助言契約が成立すると指摘がなされている。⁶⁷⁾また、ガイドライン上、ディスカウントブローカーがチャートや市況分析を顧客に提供する場合、当該情報が投資助言を意味するのではなく、単に顧客の自主的な投資判断を容易にするものであるに過ぎないことを顧客に明らかにすることが義務付けられている (ガイドライン B2・6)。⁶⁸⁾ディスカウントブローカーの多くは、非対面においてサービスを提供するのが通例であろうが、非対面においてもリレーションシップモデルを採用することも可能であるため、顧客の誤解

↘ Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 293 ; Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 147 も参照。1999 年判決以前の文献ではあるが、この点に関する実務上の対応を記述するものとして、Anselm Titz, Beratungspflichten für Discount-Broker?, WM 1998, 2179 (2180).

64) 前述の通り、Bond 判決当時の市場の特質との対比で、次のように語られている点から推測できる。「当時、いずれが主導して実現したかを問わず、投資助言者と顧客との間の投資カウンセリングが、助言契約の成立を推定することが通例であった。この推定の理由は、未だディスカウントブローカーが市場に存在しなかったことにある。…Direktbank が証券取引役務提供市場に出現して以来、この状況はもはや一義的なものではない」と。Stöterau, a. a. O. (Fn. 27), S. 61f. また、Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 219 も、かつて、顧客は、投資取引の際に、助言がなされることを原則として期待していただろうと指摘する。

65) さらに、このミスマッチ回避のための措置をとることをディスカウントブローカーに求めたとしても、義務内容が事前に明確である限り、さしてコスト増をもたらさない点も重要である。

66) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 219 がこの点を指摘する。

67) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 147f ; Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 293.

68) Koch, a. a. O. (Fn. 3), S. 123 ; Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 300.

を誘発しないためには重要な措置であるものと思われる。⁶⁹⁾

このように、ドイツ法では、サービスの多様性に伴う副作用である顧客とサービスとのミスマッチを解消し、もってマッチング支援を図る仕組みが、サービスの多様性を害さないように配慮された形で講じられている。

第六節 小括

以上要するに、ドイツでは、1995年証券取引法の下で、トランザクションモデルを採用するアクターには、「積極的投資者保護」に原理基盤を置く配慮義務を課してはならず、むしろ、そのビジネスモデルに配慮し多様性を害さない中で実現可能なマッチング支援を実現する配慮義務を課しているといえる。

ディスカウントブローカーは、自らのアクターとしての特質を顧客に口座開設時に開示することにより、助言義務を排除し、「高度の標準化された適格性審査」を前提として、口座開設時等に、標準化された書面の交付をもって、説明義務の履行を果たしていた。もっとも、口座開設時に交付する書面中に、いかなる事項が記載されていれば説明義務の履行があったと評価されるのかは、必ずしも定かではない。ただ、1999年判決を前提とする限り、ある金融商品の派生種の詳細な個性をも記述することまでは不要であると思われる。

以上を踏まえた上で、2004年に成立したEU指令MiFIDを国内法化する形で成立した、現在のドイツ証券取引法の内容を確認し、本章で見た1995年証券取引法下での法状況にいかなる変化がもたらされたのかを確認したい。

69) 例えば、オンラインの方法によっても、ある投資者の属性を詳細に調べ、その上で、個別銘柄の推奨を行うことは可能である。この点、Reich, a. a. O. (Fn. 39), 1609は、電話による会話は、黙示の助言契約とみなされうるし、電子的媒体の利用も、原則として、黙示の助言契約を排除しない、とする。非対面リレーションシップモデルを採用するが如く振舞ったにもかかわらず、事後的にディスカウントブローカーとして、助言義務の排除、説明義務の低減が認められるとの主張を認めるならば、それはミスマッチを誘発し、ミスマッチの危険ゆえに、マッチングを阻害するため、抑止が必要となる。

第九章 EU 指令 MiFID と改正 WpHG

第一節 はじめに

2004 年 4 月 21 日、従来の投資サービス指令⁷⁰⁾ (Investment Services Directive) は全面改正され、金融商品市場指令⁷¹⁾ (Markets in Financial Instruments Directive. (以下、「MiFID」とする)) が誕生した。また、その 2 年後の 2006 年 8 月 10 日には、MiFID 実施指令⁷²⁾ が成立した。本章では、MiFID を受けて改正された現在のドイツ証券取引法 (以下、「改正証券取引法」とする) を確認し、トランザクションバンキングモデルを採用するアクターにいかなる配慮義務が課せられているのか、現在の法状況を確認する⁷³⁾。結論を先に述べるならば、MiFID 及び改正証券取引法では、投資仲介者の提供するサービスを三分類し、それぞれに異なる水準の配慮義務を定めている。なお、ドイツにおいてもプロアマ区分が存在し、以下の記述は、アマ区分の顧客には全面的に妥当するが、プロ区分の顧客には一部妥当しない⁷⁴⁾。以下では、アマ区分のみを念頭において、考察を進める。

70) Council Directive 93/22/ECC of 10 May 1993 on investment services in the securities field.

71) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/ECC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. なお、以下における MiFID の訳は、日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集 EU (欧州連合)』(日本証券経済研究所・2007)に基づく。

72) Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. なお、以下では、実施指令には、改正証券取引法に規定があるが、MiFID 本体には対応する規定がない場合にのみ言及する。また、実施指令の訳も、日本証券経済研究所・前掲注 71) に基づく。

73) 改正証券取引法についても、既に先行研究において詳細な分析が加えられている。参照、川地・前掲注 37) 「適合性原則」42 頁以下。また、EU 指令及び改正証券取引法双方につき詳細な分析を加えるものとして、参照、角田・前掲注 9) 『適合性原則』197 頁以下。改正証券取引法に関しては、金融商品取引法研究会編 (神田秀樹教授報告) 「デリバティブに関する規制」金融商品取引法研究会研究記録第 39 号 (2012) も参照。

74) 本稿では、プロアマ区分の概要を記述するにとどめる。ドイツにおけるプロ顧客 (professionelle Kunden) とは、改正証券取引法 31a 条 2 項 1 号に列挙されている証券

第二節 情報提供義務（説明義務）

最初に、本稿の主たる検討課題である説明義務を確認しよう。改正証券取引法 31 条 3 項は、MiFID19 条 3 項⁷⁵⁾に対応し、次のように規定する。

- ▽ 業者、保険業者等のほか、同 2 号の条件（① 資産総額 2000 万ユーロ、② 純売上高 4000 万ユーロ、③ 自己資本 2000 万ユーロ）を少なくとも二つ満たす企業を指す。また、同 7 項によれば、アマ顧客（Privatkunden）も、申告等によってプロ区分に移行することができる。ただし、証券サービス業者は、顧客が自らの経験、知識、専門知識に基づいて、取引一般の、又は特定の種類の取引に関して投資決定を行い、それに伴うリスクを適切に評価できるかを、事前に審査せねばならず、かつ、次の三つの判断基準のうち、少なくとも二つを満たす場合にのみ、区分の変更が考慮に値すると規定されている。① プロ顧客向けとされている金融商品が取引される市場において、直近の 1 年の間、相当な規模の取引を四半期に平均 10 回以上行ったこと、② 保有する銀行預金及び金融商品の価値が 50 万ユーロ以上であること、③ 少なくとも 1 年間、資本市場において、考慮されている取引、証券サービス、証券付随サービスに関する知識を必要条件とする職業に就いていたこと。

かかる基準を満たしたプロ顧客に対して、証券サービス業者は後述する 31 条 4 項の義務が軽減される（31 条 9 項）。すなわち、プロ顧客が、プロ顧客向けの商品、取引、サービスについて、取引又はポートフォリオマネージメントに伴うリスクを理解するための必要な知識と経験を有しており、かつ、取引又はポートフォリオマネージメントに伴い生じる可能性がある投資リスクを、自身の投資目的に応じて負担できることを、証券サービス業者は前提としてよく、31 条 3a 項所定の情報冊子の提供等もしなくてもよい、とされている。

なお、プロ顧客のうち、適格相手方（geeignete Gegenpartien）に区分される顧客との一定の取引については、証券サービス業者は後述する 31 条 2 項、3 項、5 項から 7 項の準則等に拘束されない場合がある（31a 条 4 項、31b 条 1 項）。ただし、適格相手方として取り扱われるのは、一定の要件を満たす企業で、かつ、企業の同意が必要とされている（31a 条 4 項）。

75) MiFID19 条 3 項は次のように規定する。

次の事項に関する適切な情報が、わかり易い形で顧客又は見込み顧客に提供されなければならない。

- 投資業者及びそのサービス、
- 金融商品及び提案する投資戦略；これは、当該金融商品への投資、又は特定の投資戦略に関するリスクに対する適切なガイダンス及び警告を含まねばならない。
- 注文執行施設、並びに
- コスト及び関連する負担額

これは、当該顧客が勧誘を受けている投資サービスと特定の種類の金融商品の性質とリスクを合理的に理解し、結果としてそれらの情報に基づいて投資の決定を合理的にできるようにするためである。この情報提供は、定型化された形式で行うことができる。

【改正証券取引法 31 条 3 項】

証券サービス業者は、顧客が勧誘されようとしている又は顧客が求めている金融商品又は証券サービスの種類とリスクを合理的判断のもとで顧客が理解し、それに基づいて投資判断をすることができるような適切な情報を、顧客に対して、適時にかつ分かりやすい形式で提供しなければならない。

この情報は、標準化された形式で提供することもできる。

この情報は、以下の事項を含んでいなければならない。

1. 証券サービス業者及びそのサービス
2. 金融商品の種類及び提案される投資戦略並びにそれぞれに伴うリスク
3. 執行の場所
4. 費用及び付随費用⁷⁶⁾

なお、この規定を含む改正証券取引法上の行為規則等について、同法 31 条 11 項が、連邦金融監督庁にその詳細を定める権限を付与しており、これに基づいて、証券サービスの行為及び組織命令（WpDVerOV、以下、「命令」とする）が、同法 31 条 3 項等の詳細を定めている。

【命令 5 条 1 項】

証券取引法 31 条 3 項第三文 2 号に基づく金融商品に関する情報提供は、顧客の分類を考慮して、金融商品の種類及びリスクに関する十分に詳細な一般的説明を含んでいなければならない。リスクに関する説明は、金融商品の種類並びに顧客の分類及び知識に応じて重要な範囲で、次の指摘を含んでいなければならない。

1. レバレッジやその効果及び資産投資全損リスクの説明を含めた当該金融商品の種類に伴うリスク

76) 続けて、「資産投資法典（筆者注：1 条によれば、資産投資とは、集団投資機構を指す）293 条から 296 条、297 条、303 条から 307 条は影響を受けない」旨を規定しているが、この点に関しては、省略する。

2. 当該金融商品の価格変動の程度（ボラティリティー）及び当該金融商品につき利用可能な市場の制限
3. 当該商品の取引のために、投資者が当該金融商品の取得に伴う費用に加え、不測の債務を含む金銭上及びその他の債務を場合によっては引き受けなければならないという事情
4. 当該種類の商品のために適用される払込義務又は類似の義務
5. 異なる金融商品又は証券サービスが結合して構成された金融商品のリスクが個々の構成要素に伴うリスクよりも高まる可能性があるならば、当該金融商品の構成要素や構成要素相互の影響を通じて高まるリスクの性質と様式に関する適切な説明

【命令5条2項】

契約条件に関する情報提供も、証券取引法31条3項第一文の意味でのリテール顧客に対する情報提供に必要とされる。証券取引法31条3項第三文1号、2号及び4号が要求する情報提供においては、リテール顧客の場合、関連する範囲で、以下の指摘を含まなければならない

1. 証券サービス業者とそのサービスについては
 - a) 証券サービス業者の名称及び住所並びに顧客が業者と効果的に通信できるようにするための指示
 - b) 顧客が証券会社（Wertpapierfirma）と通信し、書類又はその他の情報を証券会社から受領する際の言語
 - c) 注文の送信及び受信の通信手段を含む用いられる通信手段
 - d) 認可を与えた所轄官庁の名称及び住所
 - e) 証券サービス業者が契約上の提携代理商を通じて取引を行う場合には、当該代理商が登録している加盟国の通知を含む指摘
 - f) 本命令8条及び9条と関連して証券取引法31条8項に基づき証券サービス業者が顧客に提出しなければならない、提供されたサービスに関する報告の性格、頻度、時期
 - g) 証券サービス業者が顧客の金融商品や金銭を保管する場合には、加盟国において当該活動に対して適用される投資者補償及び預託保証

の記述を含む、保護のための証券サービス業者の基本的な措置に関する記述

- h) 証券取引法 33 条 1 項第二文 3 号や本命令 13 条 2 項に基づく利益相反の取扱いに関する証券サービス業者の方針の記述
 - i) 顧客の要望があれば、当該方針の詳細
2. ポートフォリオマネジメントを提供する場合には
- a) 証券サービス業者の実績をリテール顧客が評価することが可能な評価の方法又はその他の比較方法
 - b) 運用目的、マネージャーの裁量行使において考慮されるリスク水準、当該裁量に対する特定の制限
 - c) 顧客ポートフォリオ内の金融商品の評価の種類及び方法並びに頻度
 - d) 顧客ポートフォリオ内の金融商品又は資金の一部又は全部に関する裁量資産運用の委託の詳細
 - e) 顧客ポートフォリオに取り入れられる可能性のある金融商品の種類及び制限の指摘を含む当該金融商品について行われる可能性のある取引の種類
- 2a. 投資助言を提供する際には
- a) 金融商品、発行体又は証券サービスに関して考慮される可能性のある制限が存在するか否か
 - b) 一定の金融商品、発行体又は証券サービスが優先的に考慮されるか否か
3. 証券目論見書法に基づく目論見書が公表されており、その時点で金融商品が公開販売されている場合には、当該目論見書が入手できる場所の提示
4. 第三者によって当該金融商品に保証がなされている場合には、当該保証及び保証者に関する全ての基本事項の提示
5. 費用及び付随費用に関しては
- a) 全ての関連する料金、手数料、報酬、経費及び証券サービス業者に源泉徴収される税、正確な価格を示すことができない場合には、顧客が検証可能となる価格総額算定の根拠を含む、金融商品、証券サービス又は証券付随サービスに関連して顧客が支払わなければな

らない価格総額。証券サービス業者によって請求書において請求される手数料は、そのつとごとに別々に記載されなければならない。価格総額の一部が外国通貨で支払われなければならない場合又はユーロとは異なる通貨で表示する場合には、当該通貨、適用される為替レート及びそれに伴う費用が示されなければならない。正確な為替レートを示すことができない場合には、算定の根拠が示されなければならない

- b) 金融商品又は証券サービスに関連する取引に関して、証券サービス業者から源泉徴収されることなく又はその請求書において請求されることなく、顧客にさらなる費用や税が生じうる可能性に関する通知
- c) 支払い又はその他の反対給付に関する取り決め

以上の改正証券取引法下における説明義務の特質は、次の点に見出せる。第一に、これら全てを我が国の金販法上の要説明事項と対比可能なものとして位置づけるのは適切ではない可能性が高い。というのも、情報提供は、完全でなければならないが、証券サービス業者が顧客に今日でも通用する情報を既に送付している場合等には、一部の情報提供（Teilinformation）が許容されると指摘されているからである。⁷⁷⁾ そうであるならば、例えば、証券サービス業者に関する事項に典型的に妥当するが、口座開設時に、一回限り書面等を交付すれば、以後の取引において（変更点がない限り）個別的に説明をする必要はない。⁷⁸⁾ 取引される金融商品の種類を考慮し個別的に説明を求められる可能性がある事項として、我が国の金販法上の説明義務と比較対象とされるべきは、金融商品に関連する事項及び費用に関連する事項の二点となるであろう。

77) Ingo Koller, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 6. Aufl. 2012, § 31, Rn. 98. 命令5条1項2号の、「顧客の知識に応じて」、から導かれるものと解されているようである。

78) かような理解は、命令5条4項からも導くことができる。同項は、「証券サービス業者は、顧客に提供するサービスに関連する範囲において、1項及び2項に基づいて提供した情報に関する全ての重要な変更を適時に通知しなければならない」と規定する。ここからは、逆に、変更がない限り、再度の情報提供を要しないとの帰結が導けよう。

第二に、取引開始時に一度限りの説明が求められる事項の中に、サービスの質に関する事項が含まれている点にも特色が見出せる（例えば、投資助言に関する命令5条2項2a号）。さらに、改正証券取引法31条4b項は、投資助言を独立投資助言とそれ以外に分類し、助言契約締結前にいずれを提供するのかについての情報提供を証券サービス業者に義務付けており、独立投資助言以外を提供する場合には、証券サービス業者は、当該投資助言と関連して、第三者から利益を受領する⁷⁹⁾場合があるのか否か等につき情報提供をしなければならないと定めている。これによって、提供される投資助言の質が顧客に事前に明らかにされることになる。また、改正証券取引法及び命令上記載はないが、1999年判決の枠組みが証券取引法改正を跨いで維持されているとするならば、ディスカウントブローカーは、助言義務排除、説明義務低減を得るために、助言をなさず、標準化された書面の交付をもって説明義務を履行すること等を口座開設時に明示しなければならないものと思われる。

第三に、投資対象となる金融商品に応じて説明を求められる余地がある、金融商品に関する命令5条1項上の要説明事項は、金融商品のリスクの存在及びその程度に限定されており、当該金融商品の詳細な価格形成メカニズム等を含んでいない。とりわけ、ある金融商品の個別銘柄に固有の特質やリスクには説明義務の⁸⁰⁾範囲が基本的には及んでいない。命令上、ボラティリティーに関する説明も求め

79) 独立投資助言を提供する場合には、特別な規制に服することになる。本稿では、その概要を記述するにとどめる。独立投資助言を提供する場合、推奨は、市場に供給されている金融商品を十分な数だけ踏まえた上でなされなければならないが、その際、金融商品の種類、提供者及び発行体が十分に分散していることが求められ、かつ、金融商品サービス業者と密接な関係にある提供者又は発行体等に限定されてはならない（4c項1号）。また、独立投資助言に関連して、第三者から金銭上の利益等を受領することを禁止される（同2号）。また、金融商品取引の締結の推奨に際して、その提供者又は発行体が、当該証券サービス業者自身である場合や、その提供者又は発行体が証券サービス業者と密接な関係にある等の場合には、その事実等を開示することを義務付けられている（4d項）。これらの規制により、独立投資助言は、それ以外の助言との対比において、その質が担保されるものと思われる。

80) この点につき、Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 103-104 は、証券サービス業者は軽々しく説明を大幅に抽象化してはならず、商品固有の指摘をささなければならないとする。しかし、そこで意図されているのは、例えば「株」を一括りにするのではなく、国内株か外国株か、国内株でも、どの市場で取引されている株か、といった区分が念頭

られているが、これがある金融商品の種類に見られるボラティリティーの特性を指すのか、個別銘柄のボラティリティーを指すのかは定かではない。しかし、仮に後者を指すとしても、分析ツールシステムを独自に構築するなり⁸¹⁾、他社提供情報と提携することなどで対応できよう⁸²⁾。基本的には、当該金融商品の種類に着目した説明をなせば、それで足りる内容となっている。このように、ドイツにおける説明義務は、当該種類の金融商品の取引開始時に、当該種類の金融商品について求められる説明を標準化された書面の交付等をもってなせば、以後の当該種類の金融商品取引ごとに個別に説明をしなくともよい余地がある。以上を踏まえ、当該種類の金融商品の取引開始時に求められる説明の内容を確認しよう。第四章及び第五章において検討したワラントに沿って見るならば、原則として株価に連動しつつ、その数倍の値動きを示すこと（当該銘柄のワラントのボラティリティーの

ゝに置かれているに過ぎない。実際、Koller 自身、通常、説明は、具体的に予定された投資判断、例えば XY 株について及ぶのではなく、当該金融商品の種類に及ぶとする。

81) この点につき、Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 105-107 は、ボラティリティー等については、当該種類の金融商品に即してだけでなく、具体的金融商品にも即して指摘がなされなければならないとしており、後者の理解を採用しているともとれる。ただし、少なくとも法、あるいは命令の文言では「種類 (Art)」ないしは「種類 (Art) に応じて」とされている。

82) 一般に、かかる分析ツールは、説明義務の範囲の問題とは関係なく、顧客の投資判断を容易にし、その利便性を高めるため、サービスとして提供されてきたものと思われる。我が国の例では、例えば、松井証券 HP (<http://www.matsui.co.jp/help/nshs/chart/technical.html>) を参照。ドイツにおいても、チャート等を提供する際には、それが助言を意味するものではないことを明示しなければならないことが、1995 年証券取引法下のガイドラインで指摘されていることから、かようなサービスを提供しているものもあると予測できる。

83) 例えば、ブルームバーグ社 HP (<http://www.bloomberg.co.jp/>) を参照。

84) なお、1999 年判決の枠組みが維持されているならば、デイスカウトブローカーに関しては、個別銘柄に関する情報を持ち合わせていないことを明示すれば、個別銘柄に関するボラティリティーが説明義務の対象に組み込まれることはない。同判決においては、実際に通貨のボラティリティーに関する説明は求められないとしているからである。しかし、改正証券取引法や命令を所与として、BGH がいかなる判断を下すのか、必ずしも定かではない。

85) ただし、仕組債の販売に関しては、仕組債一般の説明では足りず、仕組債の中でも、その仕組債の構造に特有のリスク及び生じうる義務等の説明が命令 5 条 1 項 3 号及び 5 号により要求されることになるものと思われる。Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 107.

説明が求められる場合には、そのボラテリティー⁸⁶⁾、権利行使期間経過後は無価値となることに限定されており、それ以上に木目細やかな投資判断を可能とするための事項を基本的に含んでいない⁸⁷⁾。例えば、ワラントの詳細な価格形成メカニズムの説明は要求されず、かつ、当該銘柄のワラント固有の特性の説明も要求されていない。命令 5 条 1 項は、非限定説と親和的ではなく、むしろ限定説的な要説明事項を定めていることがうかがえよう。

第四に、従来、必ずしも説明義務の対象として我が国において議論が展開されてこなかった、投資取引に伴うコスト等に関し、詳細な説明を要求しており、この点に、ドイツ法における説明義務の特色を見出せる。この費用等に関しても、個別の取引ごとに具体的額の説明が求められるのか、そうではなく、口座開設時等に、委託手数料の算定基準を示す資料を交付すればよいのか、定かではない。しかし、仮に前者が義務付けられているとしても、注文内容の確認とともに画面で表示する等の対応を取ればさしてコスト増を招かず、対応できるものと思われる。

第五に、顧客の知識に応じて、説明義務の範囲が変動する余地があることを認めている点も注視されるべきである。これは一方で、投資経験が浅く知識水準の低い顧客に対して、説明義務の水準が高まることを帰結し得るが、他方で、投資経験が豊富で知識水準が高い（と申告した）顧客に対して、説明義務の水準が大幅に低減される余地を生むものと思われる⁸⁸⁾。

第六に、説明義務の履行を、標準化された形式で行うことができることを正面から認めていることも重要である⁸⁹⁾。これにより、説明に要する費用は、相応に軽

86) 命令 5 条 1 項 4 号が、ワラントの権利行使に伴う要払込額に及ぶのであれば、その額に関する説明も要説明事項に含まれる可能性がある。また、同 2 号が「相対取引」について及ぶのであれば、その説明も要説明事項に含まれる可能性がある。

87) 外貨建ワラントにおいて、価格が外貨を媒介としたポイントで表示される場合には、命令 5 条 2 項 5 号が及ぶ可能性もある。ただし、前注の点も含め、いずれにせよ、非限定説特有の価格形成メカニズムや個々のワラントの個性については、要説明事項に含まれないものと思われる。

88) Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 93-93c がこの点を強調している（ただし、情報オーバーロードの危険を可能な限り減殺した、顧客適合的説明の観点から、ではある）。

89) なお、命令 5 条 3 項は、情報提供義務のうちの一定の範囲につき、一定の要件のもとで耐久記憶媒体による情報提供を認めている。本稿では、この点は省略する。

減されることになるからである。

以上要するに、改正証券取引法の下での情報提供義務（説明義務）においても、1995年証券取引法の下でのディスカウントブローキング実務は基本的に維持出来うと考えてよいであろう。当該種類の金融商品の取引開始時に、標準化された書面の交付等をもって説明を行えば、以後、当該種類の金融商品取引ごとに基本的に説明を行わなくともよいものと考えられる⁹⁰⁾。そして、その定型の情報提供を要する事項は、非限定説よりもむしろ限定説と親和的である。

次に、1995年証券取引法下における顧客調査義務に対応する義務を確認しよう。これにより、証券サービス業者の負担する義務を総体として把握した際の特質も明らかとなる。

第三節顧客調査義務

I 改正証券取引法の三層構造

改正証券取引法は、顧客調査義務に関して、提供されるサービスの種類に応じて二つの異なる規定及び適用除外を置いている。まずはその全容を確認したい。

証券サービス業者が投資助言⁹¹⁾及びポートフォリオマネージメント⁹²⁾業務を行う場合につき、改正証券取引法 31 条 4 項及び 4a 項は、MiFID19 条 4 項及び実施指⁹³⁾

90) なお、改正証券取引法 31 条 3a 項は、以上に加え、投資助言の際には、金融商品取引の締結前の適時に、顧客に対して、購入の推奨に関係する金融商品ごとに、短く、簡単でわかり易い情報冊子を提供しなければならない旨を規定するため、投資助言を行う場合には、個別的取引ごとに情報提供が求められることになるものと思われる。本稿ではこの詳細を見ることは省略する。

91) 「投資助言」とは、定義規定である改正証券取引法 2 条 3 項 9 号によれば、「特定の金融商品の取引に関する顧客又はその代理人に対する個人的な推奨を告げることであり、その推奨が投資者の個人的状況の審査に裏付けられている、あるいは、投資者に適していると描写されたものであって、もっぱら情報伝播チャンネルによって又は不特定多数に対して、発せられたものではないもの」をいう。

92) 「ポートフォリオマネージメント」とは、定義規定である改正証券取引法 2 条 3 項 7 号によれば、「単独の又は複数の金融商品に支出された財産を、第三者のために決定裁量をもって管理すること」をいう。

93) MiFID19 条 4 項は、次のように規定する。

投資助言又はポートフォリオ・マネージメントを提供する場合、投資業者は、顧客又は見込み顧客に適切な投資サービスと金融商品を推奨できるようにさせるため、顧客又は見込み顧客の特定の種類の商品又はサービスに関連する投資分野における知識と経験、その財政状況及び投資目的に関して顧客から必要な情報を取得しなければならない。

令 35 条 5 項⁹⁴⁾に対応し、次のように定める。

【改正証券取引法 31 条 4 項】

投資助言又はポートフォリオマネージメントを提供する証券サービス業者は、顧客に適した金融商品又は証券サービスを推奨するために必要な範囲で、特定の種類の金融商品又は証券サービスの取引に関する顧客の知識、経験、投資目的、財産状態についてあらゆる情報を顧客から取得しなければならない。

適合性は、顧客に推奨される具体的取引又はポートフォリオマネージメントの枠組みにおける具体的証券サービスが当該顧客の投資目的と一致しているか否か、そこから生じる投資リスクが顧客の投資目的に照らして顧客にとって財産上負担し得るか否か、そして、顧客は、自らの知識と経験に照らして、そこから生じる投資リスクを理解できるか否か、という点から判断される。

証券サービス業者が必要な情報を取得しないときは、証券サービス業者は、投資助言と関連して金融商品を推奨してはならず、又は、ポートフォリオマネージメントと関連して推奨を提供してはならない。

【改正証券取引法 31 条 4a 項】

4 項第一文において挙げられた証券サービスを提供する証券サービス業者は、顧客から取得した情報に照らして顧客に適合的な金融商品及び証券サービスのみを顧客に推奨することが認められる。

適合性は、4 項第二文から判断される。

これらの投資助言等に関する規定について⁹⁵⁾5 項は、MiFID19 条 5 項に対応し、

94) 実施指令 35 条 5 項は、次のように規定する。

投資助言又はポートフォリオ・マネージメントの投資サービス提供時に投資業者が指令 2004/39/EC 第 19 条第 4 項に基づき要求される情報を取得しないときは、投資業者は、顧客又は見込み顧客に投資サービス又は金融商品を推奨してはならない。

95) MiFID19 条 5 項は、次のように規定する。

加盟国は、投資業者が前項で規定した以外の投資サービスを提供するときは、顧客又は見込み顧客に対し、投資業者が現在考えている投資サービス又は商品が顧客にとって適正なものかを見極めることができるように、募集する又は求められた特定の種類の商品又はサービスに関連をもった投資分野における当該顧客の知識及び経験に関する情報

投資助言又はポートフォリオマネージメントを行わない証券サービス業者について、次のように定める。

【改正証券取引法 31 条 5 項】

4 項に挙げられた証券サービス以外を提供して顧客の注文を執行する前に、証券サービス業者は、当該金融商品又は証券サービスの顧客に対する適格性（Angemessenheit）を判断するために必要な範囲で、特定の種類の金融商品又は証券サービスの取引に関する顧客の知識及び経験に関する情報を顧客から取得しなければならない。

適格性は、当該種類の金融商品又は証券サービスに伴うリスクを適切に判断するために必要な知識及び経験を顧客が有しているか否かという点から判断される。

証券サービス業者が、第一文に基づいて入手した情報に照らして、顧客が希望した金融商品又は証券サービスが当該顧客に不適格であるとの見解に至った場合には、証券サービス業者は、そのことを顧客に指摘しなければならない。

証券サービス業者が必要な情報を取得しない場合には、証券サービス業者は、第一文の意味での適格性の判断が不可能であることを顧客に通知しなければならない。

第三文に基づく指摘及び第四文に基づく通知は、標準化された形式で行うことができる。

ㄨ の提供を要請することを確保しなければならない。

前段落により受領する情報に基づいて、投資業者が該当商品又はサービスが顧客又は見込み顧客にとって不適切であると考える場合には、投資業者は、顧客又は見込み顧客に警告を発しなければならない。この警告は、定型化された形式で提供することができる。

顧客又は見込み顧客が第 1 段落において規定した情報の提供を行わないことを選択した場合、又は顧客がその知識及び経験についての不十分な情報を提供した場合は、投資業者は、顧客又は見込み顧客に対し、かかる決定により投資業者は現在考えているサービス又は商品が顧客にとって適正であるか確定できないことを警告しなければならない。この警告は定型化された形式で提供することができる。

ついで改正証券取引法 31 条 6 項は、4 項及び 5 項に基づいて取得された顧客情報につき、実施指令 37 条 3 項⁹⁶⁾に対応し、次のような免責を証券サービス業者に認めている。

【改正証券取引法 31 条 6 項】

4 項及び 5 項に挙げられた情報が顧客の申告に基づく限り、証券サービス業者は、顧客の申告の誤り又は不完全性について責任を負わない。ただし、顧客の申告の不完全性又は誤りを証券サービス業者が知っていたか、又は重過失によって知らなかった場合にはこの限りではない。

その上で、改正証券取引法は、MiFID19 条 6 項⁹⁷⁾に対応し、次のような例外規

96) 実施指令 37 条 3 項は、次のように規定する。

投資業者は、情報が明らかに日が経過したものであり、不正確又は不完全であることを知っているか又は知るべきである場合ではない限り、その顧客又は見込み顧客により提供される情報に依拠する権利が与えられなければならない。

97) MiFID19 条 6 項は、次のように規定する（なお、証券経済研究所・前掲注 69）による訳を一部変更している）。

加盟国は、投資業者に対し、付随サービス付の又は付かない顧客注文の執行、及び/又は、その受付及び回送のみからなる投資サービスを提供するときは、以下の全ての条件が満たされるときは、前項に規定される情報を取得し又は確定する必要なしに、当該投資サービスをその顧客に提供することを認めなければならない。

— 上記サービスは、規制市場又は同等の第三国市場で取引の認可を受けている株式、マネーマーケット商品、債券又はその他の形態の証券化債務（デリバティブを組み込んだ債券又は証券化債務は除く）、集団投資事業及びその他の非複合商品に関連したものであること。第三国市場は、第三編（筆者注：規制市場）で規定するのと同等の要件を満たすときは、規制市場と同等とみなす。欧州委員会と欧州証券市場監督局は、ウェブサイト上で同等とみなされるこれらの市場リストを公表しなければならない。このリストは、定期的に更新されなければならない。欧州証券市場監督局は第三国の市場を評価する際に、欧州委員会を補助しなければならない。

— サービスは、顧客又は見込み顧客の主導で提供されるものであること。

— このサービスの提供において、投資業者は、提供又は募集している商品若しくはサービスの適合性を査定することは求められておらず、それが故に顧客又は見込み顧客は関連する営業行為規範に相当する保護に基づく利益を享受しないことについて明確に知らされていること。なお、この警告は、定型化された形式で提供することができる。

定を設けている。

【改正証券取引法 31 条 7 項】

5 項に基づく義務は、以下の各号を満たす証券サービス業者には適用しない。

1. 組織市場又はこれと同等の市場で取引を許可された株式、短期金融市場商品、債券、その他の証券化された債権でデリバティブが組み込まれていないもの、ガイドライン 2009/65/EG⁹⁸⁾の要件を満たす投資財産の持分、その他の複雑でない金融商品に関して、顧客の指図に応じて、委託取引、自己勘定取引、締約媒介、投資媒介を提供する証券サービス業者
2. 顧客に対して、第 5 項の意味での適格性審査が行われないことを通知している証券サービス業者。この通知は、標準化された形式で行うことができる。

以上が、顧客情報調査等に関する改正証券取引法上の基本枠組みである。以下、それぞれの内容を確認しよう。

II 投資助言及びポートフォリオマネジメントを提供する際の義務

改正証券取引法 31 条 4 項及び 4a 項によると、投資助言及びポートフォリオマネジメントを提供する証券サービス業者は、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態に関する情報を取得した上で、それに適合的金融商品等のみを推奨する義務を負い、かつ、情報が得られない場合には、推奨をなすことを禁じられている。顧客属性に関する調査の詳細は、命令 6 条⁹⁹⁾が定めている。

ㄨ 一投資業者が第 18 条（筆注：利益相反）の下における義務を遵守していること。

98) 「集团的証券投資機構に関する法規制及び行政規制の調整（OGAW）」を指す。

99) 更なる詳細を、ドイツ連邦金融監督所通達「証券サービス業者に対する最低限のコンプライアンス措置及び証券取引法 31 条以下に基づくさらなる行為義務、組織義務、透明性義務について（MaComp）」が規定しているが、同通達については省略する。全文は、ドイツ連邦金融監督庁 HP（<http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/>）

【命令 6 条】

1 項. 証券取引法 31 条 4 項に基づき入手されなければならない情報に属するのは、必要な範囲で、

1. 顧客の財産状態に関しては、規則的な収入の基盤及び額、規則的金銭債務並びに手元にある資産価値、とりわけ現金資産、投資資産、不動産資産の申告
2. 取引によって追求する目的に関しては、投資期間、顧客のリスク受容性 (Riskobereitschaft)、及び投資目的の申告

2 項. 証券取引法 31 条 4 項及び 5 項に基づき入手されなければならない顧客の知識及び経験に関する情報に属するのは、顧客の区分、証券サービスの種類及び規模、金融商品の種類、それぞれに伴う複雑性 (Komplexität) 及びリスクに応じて必要な範囲で以下の申告

1. 顧客が精通している証券サービス又は金融商品の種類
2. 顧客の従来金融商品取引の種類、規模、頻度及び期間
3. 顧客の専門教育並びに現在の及び主要な以前の職業上の任務

3 項. 証券サービス業者は、証券取引法 31 条 4 項又は 5 項に基づく申告を差し控えるよう顧客を誘導してはならない。

このように、投資助言及びポートフォリオマネージメントを提供する証券サービス業者には、広範な顧客属性を調査し、当該調査に照らして適合的金融商品等のみを推奨すべき義務を負っている。この義務は、顧客属性に関する情報を取得できなかった場合には、推奨が禁止される¹⁰⁰⁾という意味で厳格である。かような義

↘ DE/Rundschreiben/rs_1004_wa_macomp.html) で閲覧できる。

100) なお、Bond 判決の枠組みに沿って、黙示の助言契約が成立した際にも、投資者適合的助言、投資対象適合的助言をなす義務が課せられる。Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 242.

101) Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 149; Tilman Weichert/Thomas Wenninger, Die Neu-regelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistung-¹⁰¹⁾

務は、顧客に投資リスクを認識させることを要請する「自己決定基盤の歪曲化禁止」からは導き得ず、「積極的投資者保護」の色彩を色濃く帯びているといえる。第七章で検討した Bond 判決における助言義務と連続線上に把握することができよう。¹⁰²⁾ また、顧客調査の対象が、顧客の詳細な財産状態に及んでいる点で、前章において見た、ディスカウントブローカーがクラス分けを実施するために顧客に要求する申告内容との異質性もお明確になろう。もっとも、改正証券取引法は、かような義務を市場に一律に妥当させることを意図するものではない。次に、投資助言及びポートフォリオマネージメント業務以外を提供する際の規律を確認しよう。

Ⅲ 投資助言及びポートフォリオマネージメント業務以外

改正証券取引法 31 条 5 項の顧客調査義務は、投資助言及びポートフォリオマネージメント業務を提供しない証券サービス業者、すなわち、ディスカウントブローカー等に適用される。¹⁰³⁾ その内容は、前述の通り、顧客属性のうち、知識及び経験のみに限定された顧客情報を入手し、当該種類の金融商品等に対する顧客の適格性審査をなし、¹⁰⁴⁾ 適格性に欠ける場合には、その旨の指摘をする義務である。顧客情報に関する情報を取得できなかった場合には、¹⁰⁵⁾ 適格性審査を行えない旨の警告を発すれば足り、取引自体を禁止されてはいないという意味で、緩和されている。もっとも、適格性審査において適格性を否定された商品の仲介をなす場合には、1999 年判決が維持される限り、証券サービス業者に当該顧客の「説明の

↘ sunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) unt Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM 2007, 627 (630).

102) Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 151; Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 236; Weichert/Wenninger, a. a. O. (Fn. 98), 631. これに対して、Peter O. Mülberr, Anlegerschutz bei Zertifikaten-Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1149 (1156f.) では、Bond 判決上の投資対象適合的助言との関係で、改正証券取引法 31 条 3 項及び 4 項の規定が緊張関係にあることが指摘されている。

103) Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 295-298; Kay Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31, Rn. 297.

104) 条文上は「指摘 (Hinweise)」であるが、「警告 (Warnhinweise/Warnung)」と理解されている。Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 285; Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 174.

105) Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 286.

必要性」が認識されるため、広範な説明義務が課せられる可能性がある。¹⁰⁶⁾それゆえ、適格性に欠ける商品を顧客が注文してきた場合、かかる危険を回避しようとするならば、実務上の対応としては注文執行の拒絶をなすことになると考えられる。

投資助言の文脈における適合性審査と対比した際の適格性審査の特質は、顧客のポートフォリオ構成や投資目的といった、Bond 判決の文脈における顧客適合的助言や投資対象適合的助言に不可欠な前提となる事項に調査の範囲が及んでいない点にある。顧客の投資目的や財産状態との関連で適格性審査をする必要はない。¹⁰⁷⁾しかし、かかる適格性審査を、「助言」と位置づける見解が我が国にはある。¹⁰⁸⁾改正証券取引法 31 条 5 項は、投資目的及び財産状態という投資助言をなすに不可欠な顧客属性に関する調査を要求しておらず、この点において、1995 年証券取引法下の実務上採用されていた調査の水準よりも低減されているものの、なお、適格性審査は「助言」と評価しうるのだろうか。

この点を確認するため、改正証券取引法 31 条 5 項に基づく顧客調査義務を、ディスカウントブローカーが口座開設時にどのように履行しているのか、その一例を確認しよう。

106) Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 286 は、銀行に説明の必要性が認識されていて、かつ、顧客の態様を情報提供の放棄と評価し得ない場合には、私法上、適格性を有さない当該種類の取引のために必要な知識を与えたり、場合によっては、より高いクラスに分類するための追加的説明義務が生じる余地があるとする。

107) Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 238, 284 (ただし、投資目的は審査の対象外とする一方で、財産的リスク負担能力に関しては、ほとんど審査されない (wenig) としており、審査の対象が及ぶ場合がありうることを示唆してもいる); Koller, a. a. O. (Fn. 77), § 31, Rn. 175.

108) 角田・前掲注 9) 『適合性原則』225 頁以下では、後述する改正 MiFID (MiFID II) において、適格性審査を経ずに取引をなせる金融商品が MiFID との対比で限定されたことに関連して、次のような指摘がなされている。「リテール投資家を『適切性 (筆者注: 本稿における適格性の意である)』または『適合性』審査に服すること (投資助言を受けること) を促す法制を選択していることを意味する」。その一例として、「証拠金が必要とされる商品は EO 取引 (筆者注: 後述する適格性審査すら不要となる適用除外の意である) では提供できないこととしている」。これは「リテール投資家を特別なリスクに晒すことになるので適合性審査に服させるべきであり、結果として、リテール投資家に投資助言なしに取引をする能力を制限するという政策決定をしたことになる。これは、助言は重要な役割を担うとの家計ファイナンス理論を反映し、投資助言関係に入ることをデフォルト・ルールとするものである」と。このように、適格性審査も「助言」と把握されている。

109) comdirect bank のものを参照する。申告用紙は、comudirect bank 社 HP <<http://>

証券取引の知識と経験 商品クラスに×を付け、行った取引数を記入してください！

私どもは、証券サービスの実行の際に、証券取引法 31 条 5 項に基づき、当該証券取引に関するお客様の知識及び経験につき、お客様に申告を求めることを義務付けられております。申告のご提出は任意であり、また、お客様ご自身の利益のためのものです。申告がもはや的確ではなくなった場合には、その旨を私どもにご指摘下さい。それによってデータが更新されます。

商品クラス/リスク A

取引可能な投資形態 短期金融市場ファンド（ユーロ）、短期金融国債、連邦貯蓄債権、短期割引国債

最近 3 年の取引

(0 から 10 あるいは 10+) _____

商品クラス/リスク B

取引可能な投資形態 公債又は銀行債（ユーロ）、短期金融市場・確定利付債券混合ファンド、オープンエンド型不動産ファンド

最近 3 年の取引

(0 から 10 あるいは 10+) _____

商品クラス/リスク C

取引可能な投資形態 確定利付証券ファンド 外国公債（ユーロ）、100% 資産保証の元本確保型ファンド

最近 3 年の取引

(0 から 10 あるいは 10+) _____

↘ www.comdirect.de/pbl/member/formcenter/download/f_dee_2_0814_of.pdf?redirected=457307&ePdfInstance=533762&ePageId=cori2433&pdf=&name=&combined=trueにて閲覧可能である（同申告用紙では、以下で記述する申告のほか、職業状況（サラリーマン、幹部社員、公務員、自営業、年金生活、主婦、学生など）の申告も求められている）。

商品クラス/リスク D ■■■■
 取引可能な投資形態 混合ファンド、享益権付証券（ユーロ）、新株引受権付社債、転換社債、外貨建社債、外国為替リスクを伴う確定利付証券ファンド

最近 3 年の取引
 (0 から 10 あるいは 10+) _____

商品クラス/リスク E ■■■■
 取引可能な投資形態 株式、株式ファンド、元本一部確保型ファンド（リスク緩衝 20%）、株価連動債、外貨建享益権付証券、新株引受権¹¹⁰⁾

最近 3 年の取引
 (0 から 10 あるいは 10+) _____

商品クラス/リスク F ■■■■■■
 取引可能な投資形態 オプション証券、その他の金融先物取引（例えば、オプション、先物¹¹¹⁾）

最近 3 年の取引
 (0 から 10 あるいは 10+) _____

商品クラス F に関するご注意

お客様が金融先物取引の損失リスク及び実行条件をご存知であり、かつ、それらの情報を認識しているとのご署名をしていただいた場合、私どもの口座は、オプション証券取引のための口座に切り替わります。

私は金融先物取引の取引条件に関する情報を受け取りたい。

110) 商品クラス E には、このほかに投資持分証券の一種と思われる Zertifikate mit Ausnahme Turbos 及び sonstige Wert も含まれているが、何を指すのか不明であったため、省略した。

111) 商品クラス F には、この他に Turbozertifikate も含まれているが、何を指すのか不明であったため、省略した。

一般にかような申告用紙を用いた顧客の申告に基づき、あるいは、これと大差のない申告用紙を用いた顧客の申告に基づき適格性審査がなされている、との理解が正しいのであれば¹¹²⁾、次の点が判明する。

第一に、1995年証券取引法下でディスカウントブローカーが行っていた顧客調査の手法、すなわち「高度に標準化された適格性審査」は、改正証券取引法31条5項の下でも基本的に維持されているとみることができる¹¹³⁾。ディスカウントブローカーは、取扱金融商品の種類ごとに大まかにリスククラス分けを行い、口座開設時等に、定型的申告用紙を用いて顧客に申告を求め、当該申告に照らして、あるクラスへ配置することによって、適格性審査をなしているものと思われる。

第二に、改正証券取引法31条5項による適格性審査は、基本的に、条文の文言どおり、その審査の及ぶ範囲が顧客の知識及び経験に限定されており、1995年証券取引法の下での顧客調査に比して、その水準は高められてはならず、むしろ低減されている。このことは、1995年証券取引法の下で、ガイドラインによるディスカウントブローカーの顧客調査義務水準の低減が図られていたが、それを享受せずに、1995年証券取引法の文言に即して顧客調査が行われていたのは、法状況の不確実性に起因する過剰支出であったものと推測することができる。改正証券取引法31条5項が、投資助言等以外の業務を行う証券サービス業者に対する調査義務の水準低減を31条4項との対比でその文言上明確にしたことから、法状況の不確実性が解消され、かような限定的調査が実務でも採用されるようになった、と理解するのが自然であろう。

第三に、かかる「高度に標準化された適格性審査」をなすことは、ディスカウントブローカーにとって、（1999年判決及び2003年判決の立場が変更されない限り）

112) この点は、その他の主要なディスカウントブローカーの口座開設時の申告用紙を網羅的に分析しなければ、断定はできない。この作業は、別稿で行いたい。ただ、前述のING DiBaの申告用紙で確認ができるDirekt-Depot Junior開設の際の申告用紙を見ても、comdirect bankのものとはほぼ同一である。申告用紙は、ING DiBa社HP（https://www.ing-diba.de/imperia/md/content/pw/content/wertpapiere/pdf/direkt_depot_junior.pdf）にて閲覧可能である。

113) この点をFuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 283は明確に指摘する。これまでドイツで（とりわけディスカウントブローキングの際に）実践されてきた一定の知識等級及びリスククラスへの顧客の分類は、新法のもとでも継続される、と。

説明義務の低減を可能とする。当該顧客が知識及び経験を有していると申告した金融商品のクラスに顧客を分類し、当該クラス以下の種類の金融商品のみを提供する限り、口座開設時に情報冊子を一度交付すれば、個別の取引に際して、個別具体的金融商品のリスクに関する説明は基本的¹¹⁴⁾に不要となるためである¹¹⁵⁾。

第四に、改正証券取引法下における適格性審査も、前章で論じた「高度に標準化された適格性審査」と同じ文脈で把握されるべきものであり、これを Bond 判決の文脈における「助言」と明確に区別しないまま「助言」の文脈で把握することはできないし、また、そのように把握することは「高度に標準化された適格性審査」にとつてのみならず、Bond 判決及び改正証券取引法 31 条 4 項の文脈における「助言」にとつても有害である。その理由も、前章において論じたことがそのまま妥当する。

このように、改正証券取引法下で、説明義務の前段階として課される義務である適格性審査もまた、1995 年証券取引法の下でのディスカウントブローカーの顧客調査及びクラス分けと同様に、「積極的投資者保護」にその原理基盤を置くものになっていない。もっとも、1995 年証券取引法あるいは改正証券取引法の下でのディスカウントブローカーの申告用紙や、1999 年判決からは、先物取引等一定の商品の取引を行う場合には、別途専用の口座が開設されていた形跡がある。それゆえ、リスク性や専門性が高い商品に関しては、一般に適格性審査は別途詳細に行われていることが予想される。その一例を把握しておこう。当初元本を上回る損失が生じるおそれがある CFD 取引¹¹⁶⁾に関する改正証券取引法 31 条 5 項¹¹⁷⁾に基づく審査である。

114) 仮に直近の個別銘柄のボラティリティーや、当該注文にかかる具体的手数料額の説明が求められるならば、取引ごとに説明をなさねばならない。しかし、かかる説明を求められたとしても、チャートの表示、注文内容の確認をなすことで対応でき、ディスカウントブローカーにさしてコスト増を招かないことは前述の通りである。

115) Fuchs, a. a. O. (Fn. 4), § 31, Rn. 283 によると、顧客リスククラス又はそれ以下のクラスに属する金融商品に関する顧客の注文は、そのまま執行されるが、上位のクラスに関する注文に際しては、警告的指摘と追加的説明がなされなければならない、という。

116) Contract For Difference の略で差金決済取引を指す。CFD 取引の特徴やリスクについては、日本証券業協会 HP (<http://www.jsda.or.jp/sonaeru/risk/cfd/>) がわかり易い。

117) 上述の申告用紙と同様に、comdirect bank の申告用紙を参照する。なお、同申告用紙

証券取引に関する知識及び経験, CFD の特殊な性質及びリスク選好に関する質問

重要な申告: 絶対に記入してください!

私どもは, 証券取引法 31 条 5 項により, CFD 取引に関するお客様の知識と経験をお客様に質問することを義務付けられています。さらに我々は, お客様に, リスク選好及び CFD の特殊な性質に関する質問への回答をお願いいたしております。お客様の申告及び回答に基づいて, 私どもとの CFD 取引の許可に関する適格性審査が行われます。

株式, 株式ファンド, 元本一部確保型ファンド (リスク緩衝 20%), 株価連動債, 外貨建享益権付証券, 新株引受権¹¹⁸⁾

これらの投資形態に関する専門的知識

基本的知識

さらに進んだ知識

投資経験年数

直近 3 年の取引 (おおよその総数の申告)

オプション証券, その他の金融先物取引 (例えば, オプション, 先物)¹¹⁹⁾

※ 紙では, 以下で記述する申告のほか, 職業状況 (サラリーマン, 幹部社員, 公務員, 自営業, 年金生活, 主婦, 学生など) の申告も求められている。申告用紙は, comdirect bank 社 HP <http://www.comdirect.de/pbl/member/formcenter/download/f_cfdgfg_2_0814_ob.pdf?redirected=728363&ePdfInstance=430294&ePageId=cori6297&pdf=&name=&combined=true>にて閲覧できる。

118) このほかに投資持分証券の一種と思われる Zertifikate mit Ausnahme Turbos 及び sonstige Wert も含まれているが, 何を指すのか不明であったため, 省略した。

119) この他に Turbozertifikate も含まれているが, 何を指すのか不明であったため, 省略した。

これらの投資形態に関する専門的知識

基本的知識

さらに進んだ知識

投資経験年数

直近 3 年の取引（おおよその総数の申告）

リスク選好に関する質問

私は高収益を得たく、そして全損に至る高リスクを甘受する気がある

該当する

該当しない

私は CFD 取引が高リスクを孕んでいることを認識している。私の投資の安全性は、私にとって二の次である。私は高利回りのチャンスを重要視する

該当する

該当しない

私は私の CFD 取引に予定している金銭を投機のために用意している。私はそれを私の生活費のために必要としない

該当する

該当しない

CFD の特殊な性質に関する質問

私は、未決済の CFD ポジションの価値が急速かつ大規模な変動にさらされ得ることを理解している。私は、突然の変動に対応することができるよう、相場の展開を非常に徹底して注意深く見守る

該当する

該当しない

私は、CFD がレバレッジによって市場の出来事に応じ甚大な規模で基礎価値が展開すること、それは大損失に至り得て、それどころか、私の証拠金を上回る結果となり得ることを理解している

該当する

該当しない

私は、CFD 取引のために、特有の電子的取引基盤が用意されており、最初の注文の前に、その機能方式に適切に習熟すべきであることを理解している

該当する

該当しない

かかる CFD 取引の適格性審査に特有の性質として指摘されるべきは、リスク選好や投資資金の性質に関する質問、及び CFD 取引が内包する高度なリスク等についての知識に関する具体的な質問がなされている点にある。すなわち、CFD 取引に関する具体的質問がなされており、かつ、改正証券取引法 31 条 5 項の条文上要求されていないリスク選好及び財産状態（投資の原資が生活費ではないこと）の確認がなされている点で、前述の申告用紙を用いた調査よりも具体的である。もっとも、その内容及び程度は上で見た通りである。極めてリスク性の高い CFD 取引においても、「高度に標準化された適格性審査」が維持されており、助言とは異なり、「後見的（積極的）投資者保護」の色彩を帯びてはいない。

最後に、この「高度に標準化された適格性審査」さえもが免除される改正証券取引法 31 条 7 項による適用除外を見よう。

IV 適格性審査の適用除外

上述の通り、改正証券取引法 31 条 7 項は、制度的に整備された市場における複雑でない金融商品につき、顧客の主体的判断に基づいて取引がなされる場合には、適格性審査をなさない旨の通知を顧客になすことを要件として、適格性審査をなす義務を排除している。もっとも、上述の改正証券取引法下におけるディスカウントブローカーの適格性審査の履行方法を前提とする限り、この適用除外が積極的に活用される可能性は低いものと思われる。確かに、適格性審査に要するコストが看過し得ないものであれば、取引可能な金融商品を同条 7 項所定の金融商品に限定し、それによって適格性審査を回避し、安価な委託手数料で仲介サービスを顧客に提供する方が（かような取扱商品に限定があるが、その分安価な委託手数料による仲介サービスにニーズがある限り）合理的であるともいえる。しかし、上述の

適格性審査のための顧客に申告をを求める申告用紙（とりわけ、CFD 取引開始の適格性審査においてすら前述の通りであることを）を考慮する限り、適格性審査に要するコストは、さほど生じないものと思われる。そうであれば、同条 7 項所定の金融商品に限定するインセンティブは働かず、むしろ、適格性審査をなした上で、幅広い金融商品を取り扱い、仲介の機会を最大限確保することが目指されるであろう¹²⁰⁾。

第四節 ドイツ法の近未来（MiFID II）

以上のような法状況にある改正証券取引法は、近い将来に、リニューアルされることになる。というのは、改正証券取引法の前提たる MiFID の改正（以下では、改正後の MiFID を「MiFID II」とする）が、2014 年 4 月に欧州議会で承認され、6 月に公布されたためである。MiFID II の詳細な検討は、別稿において行いたい。本章では、近未来のドイツ法の基礎となる MiFID II における投資者保護法制の概要を以下で確認するに留める。第一に、既に改正証券取引法に導入されたように、投資助言に関して、「独立投資助言」という概念が導入され、投資助言者は、自らの助言の質を顧客に事前に開示しなければならない（MiFID II 24 条 4 項 A）。独立投資助言を提供する助言者は、多様な金融商品等について十分な評価をしなければならず、かつ、顧客へのサービスの提供に関し、第三者から利益を受領することなどが禁止される（同 24 条 7 項）。第二に、投資者が負担するコストの開示が厳格化される（同 24 条 4 項 C 及び 9 項）。第三に、仕組債について、組成者にも適合性原則の要請が課されるとともに（同 24 条 2 項）、前述のコストの開示を含め、説明義務が現状よりも加重される（同 24 条 11 項）。第四に、適格性審査の適用除外を受ける金融商品の種類が縮小する（同 25 条 4 項）。かような指令の改正を受け、近未来のドイツ証券取引法は、なお一層投資者保護が強化されるであろう。

もっとも、MiFID II においても、サービスの多様性を過度に廃してでも「後見的保護」を優先させるべしとの方向転換は採用されていない。近未来のドイツ

120) また、説明義務の範囲及び程度が命令上、「顧客の知識」水準如何で変動する余地があることから、広範な説明義務から解放されるために、（少なくとも口座開設時の）顧客調査をなすインセンティブを証券サービス業者に与えるものと思われる。

においても、ディスカウントブローカーは、トランザクションモデルそれ自体に変更を迫られることはないものと思われる。

第五節 小括

本章では、MiFID を国内法化した現在のドイツ法の状況を確認した。改正証券取引法の下でも、投資助言業務をなさないディスカウントブローカーに課せられる義務は、1995年証券取引法の下での法状況と基本的に異なるところはない。この点を含め、改正証券取引法に見られる特質を以下で再度確認しよう。

第一に、サービスの特性に関する取引開始時の説明は、改正証券取引法のもとではなお一層の充実が見られる。例えば、投資助言でも、独立投資助言かそれ以外であるのかを開示しなければならないとする新たな規制がその一例である。また、1999年判決の枠組みが維持される限り、ディスカウントブローカーは、助言を行わず、説明は、標準化された情報冊子の交付のみで行うことを事前に顧客に開示する必要があるものと思われる。かかるサービスの特性に関する事前の説明義務は、（過度なコストを伴わない限り）顧客とサービスとのマッチング支援として望ましいことは、1995年証券取引法下の状況と変わらない。

第二に、投資助言業務等の文脈以外での顧客調査義務の水準は、1995年証券取引法下の実務上の対応よりもさらに低下しており、投資助言業務等の前提となる顧客調査義務との相違がなお一層明らかなものとなっている。ディスカウントブローカーは、改正証券取引法の下においても、「高度に標準化された適格性審査」を通じて顧客をクラス分けすることで、顧客調査義務を履行することができる。

第三に、クラス分けを前提として、ディスカウントブローカーは、標準化された情報冊子の交付を通じて説明義務を履行することが可能である。また、その際に求められる金融商品に関する説明は、詳細な価格形成メカニズムや個別銘柄の個性には基本的に及んでおらず、限定説と親和的な内容となっている。そして、情報冊子の交付によって、基本的に具体的取引ごとの説明義務からは解放されるものと思われる。

このように、改正証券取引法においても、多様性への配慮とマッチング支援の調和は維持されており、なお充実しているともいえる。それでは、第七章から本章までみたドイツの法状況から、いかなる示唆を我が国に得ることができるだろうか。その前提として、次章では、従来型のリレーションシップモデルを採用

するアクターとは異なる、トランザクションバンキングモデルを採用するアクターの出現と発展というドイツにおける市場の変化が生じた 20 世紀末、我が国の市場にはいかなる変化がもたらされたのかを確認しよう。

第十章 金融ビッグバン後の日本投資市場の変化

第一節 はじめに

第七章から前章にかけて、ドイツにおける市場状況の変化と、それに伴う法制度の構築を検討した。従来のドイツでは、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクがリテール投資市場で中核的役割を担っており、かような背景のもとで、Bond 判決が構築されたものと推測できる。しかし、かかるドイツの市場状況に変化が訪れ、トランザクションモデルを採用するディスカウントブローカーが市場に出現し、発展を遂げることになる。これによって証券サービスが多様性を帯びた後、ドイツでは、多様性への配慮とマッチング支援を両立させる新たな法制度が 20 世紀末から 21 世紀初頭にかけて構築された。かような法制度は、改正証券取引法においてもなお維持されている。

それでは、この間、我が国の投資市場にはいかなる変容がもたらされたのであろうか。とりわけ、説明義務論が生成され発展を遂げた 1990 年代との対比で今日の投資市場を眺めたとき、市場はいかなる変化を遂げたのだろうか。そこには、看過し得ない重大な変化が存在する。そして、その変化をもたらしたのが、いわゆる「日本版金融ビッグバン」である。本章では、この日本版金融ビッグバンによってもたらされた、我が国の投資市場の構造変革に着目する。

第二節 日本版金融ビッグバンによる投資市場の変化

I 従来型の証券会社 —— 対面証券会社 ——

第五章で検討したワラント訴訟において例外なく見られた証券会社の特質は、勧誘員を配置し、投資者個人に対面あるいは電話等によって営業活動を行い、取引の勧誘ないしは個別銘柄の推奨を行い、注文を得る、というものであった。そして、この時期、少なくとも高裁レベルのワラント訴訟を見る限り、かかる属性の投資仲介者以外は出現しておらず、投資市場における投資仲介者像は一律に把握可能であった。このようなかつての投資仲介者を「対面証券会社」とし

よう。実際、¹²¹⁾ 対面証券会社の営業手法は、勧誘員を配置し、各勧誘員が投資資金を持つ顧客を一人あたり十名程度担当し、熱心に営業を重ねるといふ人海戦術であることが指摘されている。¹²²⁾ かような営業手法は、トランザクションモデルとは異なり、リレーションシップモデルと親和的である。かかるモデルを採用するアクターは、通常、投資者のソフト情報を重視し、信頼関係を構築し、継続的取引の中から安定的に注文を得ようとするであろう。また、かようなサービスは投資者にとっても利点がある。しかし、当然のことながら、この人件費等はサービスの受け手である投資者から回収されるものである。規制の時代においては、この委託手数料は高額に固定されており、また、参入障壁も存在したため、支店を構え、勧誘員を配置するなどして、サービスを提供するための費用を支出しても、証券会社にとって、その回収は容易であった。

もっとも、高額な委託手数料は、取引費用の増加を投資者にもたらし、キャピタルゲインを得る機会を抑制したり、あるいは市場参加を見合わせさせたりするというデメリットをもたらす。しかし、この高額な委託手数料を前提としても、かつての右肩上がりの株価上昇の時代にあつては、投資者がキャピタルゲインを得ることは現在に比べればはるかに容易であつた。¹²³⁾ この右肩上がりの高度経済成長の時代は、高額な委託手数料を支払ってもなおキャピタルゲインを安定的に得ることができ、また、そのような高額な委託手数料収入に依存して証券会社も安定的に業績を伸ばせるという奇跡的な時代であつたと、今日から振り返れば評価することができる。

しかし、その後、我が国には、バブル期を経て、本格的な低成長時代が到来する。このような時代背景の中で、金融市場の停滞を改善し、我が国の金融市場を国際競争力ある魅力的な市場とすべく、競争原理の導入を志向した改革が断行され

121) 清水葉子「オンライン取引の規制について」証券経済研究 33 号（2001）83 頁や、佐賀卓雄「オンライン証券取引をめぐる規制動向」証券経済研究 39 号（2002）（以下、「オンライン証券取引」として引用）33 頁においては、アメリカ投資市場の文脈ではあるが、「フルサービス証券会社」、「フルサービスの業者」という表現が用いられている。また、フルサービスという表現を用いるものではないが、従来型の証券業者の特質を論じるものとして、参照、伊藤元重『デジタルな経済』（日本経済新聞社・2001）159 頁以下。

122) 伊藤・前掲注 121) 159 頁以下。

123) 伊藤・前掲注 121) 160 頁以下。

る。日本版金融ビッグバンである。この市場の構造変革と技術革新とが相まって、我が国の投資市場の姿は、説明義務論が生成され発展を遂げた 90 年代とは大きく様変わりをすることになる。

II 日本版金融ビッグバン

序章で触れたとおり、日本版金融ビッグバンとは、第二次橋本内閣が「フリー、フェア、グローバル」を掲げて断行した金融大改革である。¹²⁴⁾同改革は多岐に及ぶが、本稿との関係で重要なのは、委託手数料の自由化、証券業の免許制から登録制への移行である。¹²⁵⁾

1998 年の証券取引法改正により、¹²⁶⁾委託手数料は 1999 年 10 月に完全自由化された。それ以前において、1994 年 4 月段階で売買代金 10 億円を超える部分については自由化されており、¹²⁷⁾また、1998 年 4 月の段階ではさらに売買代金 5,000 万円を超える部分も自由化されていたが、1999 年 10 月をもって、完全自由化が達成され、市場に価格規制が存在した時代が終焉を迎えることになる。しかし、金融緩和は委託手数料だけにとどまらず、証券業への参入規制にも及んだ。証券業が免許制から登録制に移行したのである。

証券業は、1968 年 4 月以降、¹²⁸⁾免許制が採用されており、証券業界への新規参入は厳しく制限されていた。1998 年の証券取引法改正はこれを撤廃し、登録制とすることとした。これにより、委託手数料の自由化と相まって競争性が高まることとなる。¹²⁹⁾

これらの規制緩和は、技術革新と重なり合って、新たなアクターを投資市場に登場させることになる。そしてこれにより、もはや投資仲介者の特性を一律に把

124) 詳細は金融庁 HP 〈http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bbl.htm〉を参照。

125) その他の点も含め、同改革の概要として、参照、深見泰孝「日本の証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 2012 年版』（日本証券経済研究所・2012）28 頁。

126) 法改正の概要として、参照、茶谷栄治「金融システム改革のための法律関係の整備等に関する法律の概要（上）（下）」NBL649 号（1998）18 頁，同 650 号（1998）21 頁。

127) 改正の概要に関しては、参照、小林健成「大口取引に係る株券委託手数料の自由化に伴う受託契約準則等の改正」商事 1340 号（1993）27 頁。

128) 二上季代司「金融商品取引業（証券業）」日本証券経済研究所・前掲注 125) 204 頁。

129) 深見・前掲注 125) 28 頁。

握することは困難なものとなる。以下で、この市場の変化を確認しよう。

Ⅲ 新たな投資仲介者の出現 —— ネット証券会社 ——

委託手数料の完全自由化、参入規制の緩和は、インターネットの普及と相まって、従来型の対面証券会社とは異なる投資仲介者を誕生させた。ネット証券会社である。1998年、松井証券がオンライン取引にのみに特化したインターネット専業証券業に転進し、瞬く間に急成長を遂げ、2000年の秋には、信用取引での株の売買高において、業界最大手の野村證券を抜き去った。¹³⁰⁾松井証券のオンライン取引への転進の翌1999年には現在のマネックス証券、SBI証券、楽天証券がネット取引への参入を果たし、その後も新規参入は加速していった。

ネット証券会社においては、全ての取引がインターネットを介して行われるため、顧客へのサポートはコールセンターのみとなっており、人件費が抑制され、安価な委託手数料を可能とする。それゆえ、サービスの質は（対面で顧客のソフト情報を入手し、それに適した投資判断のサポートをしないという意味で）対面証券会社に比して水準の低いものとならざるを得ないが、安価な委託手数料によって投資取引を行えるサービスが市場に供給されることになる。かような意味で、ネット証券会社のビジネスモデルは、¹³¹⁾トランザクションモデルと親和的である。では、かような新たなアクターの出現とそれによる競争の激化により、投資仲介者のサービスと委託手数料にどのような変化が生じたのであろうか。

Ⅳ 金融ビッグバン後の委託手数料とサービスの推移

固定委託手数料制度が撤廃され、また、免許制から登録制に移行した後、市場に提供されるサービスとその価格にどのような変化が生じたのかを、日本証券業

130) 伊藤・前掲注12) 158頁。

131) 我が国で最初にネット専業ビジネスに転換した松井証券の松井道夫社長のインタビュー中の言葉がこれを如実に物語っている。「我々がいえるのは、株はハイリスクハイリターン、ローリスクローリターンですよということだけです。ですから我々は相場について一切とやかく言いません。ブローカーに徹します。これを買った方がいいこれを売った方がいいというアドバイスは一切しませんから、どうぞご自由に売買して下さいということを最初に宣言した会社なんです」。インタビューは、All About 社 HP <<http://allabout.co.jp/gm/gc/52981/>> において閲覧可能である。

協会が4度にわたって、取引形態を、対面取引¹³²⁾、通信取引¹³³⁾、オンライン取引¹³⁴⁾の三つに分類して調査している。まず、2000年においては、対面取引では自由化前委託手数料の約9割、通信取引では約7割、オンライン取引では4割弱の委託手数料まで低下している。また、対面取引においても、手数料割引制度¹³⁵⁾を採用していない証券会社は201社中93社となっており、対面取引の中においても、実質手数料はさらに低下しているものと思われる。

翌年2001年においては、自由化前水準¹³⁷⁾との比較において、委託手数料は、対面取引では前年調査と同様9割程度、通信取引では前年の約7割からさらに低下して6割強、オンライン取引では前年の4割弱からさらに低下して3割程度となっており、委託手数料の差がますます顕著になっている。また、対面取引においても、手数料割引制度を設定している証券会社が増加しており、実質的委託手数料はさらに低下しているものと思われる。また、対面取引における顧客サービスの実施状況においては、情報提供サービスが60.3%、各種セミナー、講演会等への案内が36.0%、資産管理サービスが31.7%、通信取引における顧客サービスの実施状況においては、情報提供サービスが66.1%、各種講演会等への案内が35.7%、資産管理サービスが48.2%と、オンライン取引にはない付加価値を模索していることがうかがえる。

第三回目の調査が行われた2002年においては、自由化前の委託手数料との比

132) 日本証券業協会・後掲注135)からは、対面取引とは、証券会社の営業員によって訪問や電話勧誘が行われる従来型の対面証券会社との取引を指しているものと思われる。

133) 通信取引とは、証券会社の営業員の訪問や電話勧誘が行われず、顧客の自宅等から電話・FAXなど（但し、インターネットを利用するものを除く）を使用して株式売買取引の注文が発注できる取引のこと指す。参照、日本証券業協会・後掲注135)。

134) オンライン取引とは、インターネットを経由して、自宅のパソコン等から株式売買取引の注文が入力できる取引を指す。参照、日本証券業協会・後掲注135)。

135) 以下の記述は、日本証券業協会「株式売買委託手数料実態調査」（2000）に拠る。同調査は、日本証券業協会 HP 〈<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/tesuuryou/files/000315.pdf>〉において公表されている。

136) 支払手数料額や預かり資産等に応じた委託手数料の割引を指す。

137) 以下の記述は、日本証券業協会「株式売買委託手数料実態調査（第2回）」（2001）に拠る。同調査は、日本証券業協会 HP 〈<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/tesuuryou/files/010316.pdf>〉において公表されている。

138) 以下の記述は、日本証券業協会「株式売買委託手数料実態調査（第3回）」（2002）に拠る。同調査は、日本証券業協会 HP 〈<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/tesuuryou/files/020316.pdf>〉において公表されている。

較において、対面取引では、約定代金1億円までは前回調査と変わらず、通信取引では、65%程度、オンライン取引では、30%以下となっている。また、対面証券会社においては、さらにいっそう各種手数料割引制度が浸透しており（前年調査において、特に設けていない会社が40.2%であったのが、28.2%まで低下している）、実質手数料はさらに低下しているものと思われる。

また、付加価値の提供もなおいっそう充実を見せている。情報提供サービス実施の割合は、対面取引では、63.3%、通信取引では82.8%、各種セミナー・講演会等への案内サービス実施の割合が、対面取引では39.4%、通信取引では67.2%、資産管理サービスの実施割合が、対面取引では33.0%、通信取引では56.3%となっている。また、オンライン取引においても、手数料をアップさせることにより、顧客に投資関連情報を提供している証券会社が見受けられるという。

そして、最も直近の調査である2005年においては¹³⁹⁾、対面取引における委託手数料は、2002年段階とほぼ同水準、通信取引にあっては、やはり2002年段階とほぼ同水準、ところがオンライン取引にあっては、2002年との対比で8割程度まで低下しており、自由化前の水準との対比では21%程度にまで低下しているという。また、付加価値の提供に関しては、情報提供サービスを実施している対面取引が50.6%、通信取引が66.7%、各種セミナー、講演会の案内等を実施しているのが、対面取引で45.1%、通信取引で61.9%、資産管理サービスについては、対面取引で36.4%、通信取引で45.2%となっており、特にないとしたものの割合は、対面取引で30.2%、通信取引で16.7%となっている。また、オンライン取引においても、有料で投資関連情報の閲覧を提供しているものがあるという状況は変わっていない。

以上から判明することは、単純な投資仲介だけでは、ある程度インターネットを使える投資者を前提とする限り、オンライン取引の徹底的コストカットによる圧倒的安価な委託手数料に対抗できないため、通信取引や対面取引においては、コスト削減を追求する一方、その高額な委託手数料に見合うだけの付加価値提供

、you/files/020315.pdf)において公表されている。

139) 以下の記述は、日本証券業協会「株式売買委託手数料実態調査（第4回）」（2005）に拠る。同調査は、日本証券業協会HP（http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/tesuur_you/files/050315.pdf）において公表されている。

を模索し続けた軌跡である。規制緩和後、わずか 10 年未満の間に、一律のサービス・固定委託手数料の対は、瞬く間にその多様性を見せ、拡大していったことがうかがえよう。その差は、2005 年までは前述の通りであるが、今日においては、さらに次のような形で如実に現れている¹⁴⁰⁾。

大手 3 社の委託手数料¹⁴¹⁾

	口座管理費	約定 10 万円	約定 50 万円	約定 100 万円	約定 300 万円
野村証券	無料	2,808 円	7,020 円	11,967 円	29,247 円
SMBC 日興証券	無料	5,400 円 ¹⁴²⁾	6,210 円	12,420 円	30,780 円
大和証券	1,620 円	2,700 円 ¹⁴³⁾	6,210 円	12,420 円	31,428 円

ネット大手 3 社の委託手数料

	口座管理費	約定 10 万円	約定 50 万円	約定 100 万円	約定 300 万円
楽天証券	無料	150 円	368 円	657 円	1,244 円
SBI 証券	無料	150 円	293 円	525 円	994 円
マネックス証券 ¹⁴⁴⁾	無料	108 円	1,080 円 1,620 円	1,080 円 1,620 円	3,240 円 4,860 円
松井証券 ¹⁴⁵⁾	無料	0 円	540 円	1,080 円	3,240 円

140) 以下の表は、各証券会社の現物株式取引の際の委託手数料を示している。

141) 全て本店・支店注文による委託手数料であり、オンライン等での取引では、それぞれ割引がなされている。

142) 約定 100 万円以下は、約定×1.242% であるが、最低手数料が 5,400 円に設定されているため、本文記載の額となる。

143) 約定 100 万円以下は、約定×1.242% であるが、最低手数料が 2,700 円に設定されているため、本文記載の額となる。

144) マネックス証券は、50 万円以上の取引については、成行、指値に手数料の区別を設けている（楽天証券、SBI 証券は区別を設けていない）。上が成行、下が指値注文の手数料である。

145) 松井証券は、取引ごとの手数料を採用しておらず、1 日の約定代金合計により手数料が決定する「ボックスレート」を採用しているため、その他の証券会社との比較対象とすることはできない。そのため、各金額のボックスレートを参考までに記載する。

このように、規制の時代にあっては一律の固定委託手数料で提供されていた投資仲介業務が、今日では、手数料に最大約 30 倍もの開きが生じ、様々な価格で提供されるようになっており、そのサービスの内容はさらに一層の多様性を帯びているものと思われる。それゆえ、現在の投資市場においては、投資仲介者とその提供するサービスを一律に把握することはできない。そして、ネット証券会社は、この最大約 30 分の 1 という圧倒的な安価な委託手数料を武器に瞬く間にリテール部門で発展を遂げている。個人の株式取引におけるネット取引が占める比率は、2000 年 3 月時点ではわずか数 % に過ぎなかったが、2014 年 3 月には、90% に達している¹⁴⁶⁾。

もっとも、このようなネット証券会社の台頭は、我が国よりもはるかに早い 1975 年に委託手数料を自由化したアメリカにおいても 1995 年以降のインターネット技術の革新と相まって見られた現象であるが、そこでは、我が国とは異なる、興味深い軌跡を描いており、また、我が国のネット証券会社以外が模索することになるであろう方向性を示唆するものとなっている。

第四節 アメリカにおけるオンラインブローカーの盛衰

アメリカの投資市場においても、極端に安価な委託手数料を武器に、オンラインブローカーがリテール部門に台頭した¹⁴⁹⁾。初期のアメリカの証券会社は、投資者への提供サービスを限定することで徹底的なコスト削減を模索していった。

146) SMBC 日興証券の約定 10 万円にかかる最低手数料に関しては、比較の対象外とした。

147) アメリカの投資市場の文脈ではあるが、青木浩子「米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆（下）」証券経済研究 56 号（2006）72 頁は、「伝統的なブローカー業務に加え、一方に、電話やインターネットを用いたディスカウントブローカーと呼ばれる受託専門業務が発達し、他方に証券取引の複雑化についていけない投資家層に対する助言サービス業務が発達しており、要するに、ブローカー業務の内容が一つに定まらなくなっている」ことを指摘する。同様の現象は、我が国の投資市場にも妥当するものと思われる。

148) 日本経済新聞 2014 年 6 月 29 日付「株売買ネットで身近に」。

149) 佐賀卓雄「証券市場の歴史」日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2013 年版』（日本証券経済研究所・2013）16 頁。

150) 伊豆久「オンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」証券経済研究 7 号（1997）84 頁以下、清水・前掲注 121）82 頁以下、佐賀卓雄「インターネットと証券業」証券経済研究 24 号（2000）（以下、「インターネット」として引用）53 頁以下、同・前掲注 121）「オンライン証券取引」24 頁。

第一に、フルサービス証券会社¹⁵¹⁾がもっとも重視する投資者のニーズにあった投資商品の推奨という業務を行わない。これにより、推奨銘柄を分析するリサーチ部門も、それを対面で投資者に伝える外務員も不要となるし、また、推奨を行わない以上、適合性原則等を遵守するコンプライアンスコストも削減¹⁵²⁾できる。第二に、オンラインのみで受注を行い、コールセンターや支社を原則として配置しないことでも経費を削減可能となる。例えばオンラインブローカーの E ブローカー社では、「フリーダイヤル料金も誰かが負担しているのであり、なぜあなたが（高い手数料という形で）それを支払わなければならないのか」とし、多店舗展開をしている Schwab 社を皮肉って、毎晩その床にモップをかける「s(ch)wab」費用は結局、誰が負担するのか、と、投資者に宣伝していた¹⁵³⁾という。

このようなコスト削減の結果、オンラインブローカーは安価な委託手数料を実現し、急速な成長を見せ、1996 年の段階でリテール部門において 15% のシェア¹⁵⁴⁾を占め、その後の 1999 年末から 2000 年には、約 40% まで拡大¹⁵⁵⁾を見せた。これは、我が国と同様の現象が、我が国より先行して、ネット先進国であり、また、投資先進国であるアメリカにおいて生じたことを示すが、この後の展開が我が国とは大きく異なる。その後のアメリカでは、再びフルサービス証券会社が息を吹き返すことになるのである。

2000 年春をピークに市況が低迷したアメリカでは、翌年 2001 年の第三四半期¹⁵⁶⁾においてオンラインブローカーのシェアは一気に 18% にまで低下している。ここでオンラインブローカーからフルサービス証券会社に回帰が生じたのは、証券投資が個人金融資産の運用の不可欠な部分を構成しているアメリカにおいては、

151) スコッツデイル社は、「当社は、お客様の投資の結果についてモニターすることも何らかの意見を述べることも致しません。お客様の投資が、お客様の投資目的や資産状況に合致しているかどうかを確認することは致しません」とホームページ上で述べているという。参照、伊豆・前掲注 150) 88 頁。このような姿勢は、投資者のソフト情報を重視するリレーションシップモデルを採用せず、トランザクションモデルに徹することを端的に示している。

152) 伊豆・前掲注 150) 88 頁。

153) 伊豆・前掲注 150) 88 頁以下。

154) 伊豆・前掲注 150) 84 頁。

155) 佐賀・前掲注 150) 「インターネット」55 頁、清水・前掲注 121) 83 頁。

156) 佐賀・前掲注 121) 「オンライン証券取引」32 頁。

資金を銀行預金に移すという選択がとられず、さりとて個人の相場観だけではなくかなりターンを上げることができなくなって、良質なアドバイスやコンサルテーションサービスを提供してくれる投資顧問会社やフルサービスの業者に資金を移動させたのだと考えられるという¹⁵⁷⁾。つまり、家計の資産構成における投資商品比率が高いという意味で、我が国より投資において成熟したアメリカの一般投資者は、安価な委託手数料というオンラインブローカーのメリットに対抗するだけの魅力のあるアドバイスやコンサルテーションサービスがフルサービス証券会社において提供されていると判断したことを意味している。

第五節 我が国の投資市場の今後

我が国においては、現在、ネット証券会社によるリテール部門のシェアは拡大の一途をたどっている。しかしながら、対面証券会社は不要であるかといえそうではない。とりわけ、「貯蓄から投資へ」を達成するためには、今まで以上に多くの成熟した一般投資者が市場参加する必要がある。その際、市場へと投資者を誘うとともに、未熟な投資者を成熟した投資者へと成長させる役割の多くは、ネット証券会社ではなく、対面証券会社が担うはずである。対面証券会社としても（とりわけ、対法人業務等に活路を見出すことが困難で、リテール委託手数料収入に依存せざるを得ない証券会社にあっては）、ネット証券会社に対抗する手段は、高額な委託手数料に見合うだけの良質なサービスを提供することにある。競争市場にあって、同じサービスに30倍もの価格差が生じることはあり得ない。純粋な仲介のみを求めるならば（インターネットをある程度使える限り）誰も対面証券会社を選択しないであろう。従って、規制の時代に一部の学説によって指摘されていた「投資を勧誘する際の助言・指導等は、本来付随サービスのなものであって、業者はそれ自体について対価を得ているわけでもない」という認識は今日的市場に

157) 佐賀・前掲注121)「オンライン証券取引」33頁。

158) 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」(2014)（全文は、日本銀行HP〈<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf>〉において閲覧可能である）によると、アメリカでは、家計の資産構成に占める株式・出資金の割合は33.1%、投資信託が占める割合は13.1%であるのに対し、我が国では、株式・出資金の占める割合は9.4%、投資信託が占める割合は5.2%に止まっている。

159) 清水俊彦『投資勧誘と不法行為』（判例タイムズ社・1999）89頁。

においては全面的には当てはまらない。30 倍もの価格差が生じているということは、投資仲介業務に加えた、前述の証券業協会の調査でいう「情報提供サービス」や「セミナー、各種講演会への案内」、「資産管理サービス」などを通じた「積極的投資者サポート業務」こそが、サービスの本質であることを示している。今後も、対面証券会社は、その生き残りをかけて、競争市場において、ネット証券会社にはなし得ない良質なサービスを提供することを強いられるであろう。

ところが、我が国の従来型の証券会社について、次のような指摘もある。我が国の中小証券会社の営業手法における最大の関心事は、独自に業種・会社分析を行うことよりも、大手四社の推奨銘柄を観察することにあつたという。かつての大手四社の推奨銘柄は、規模が大きいだけに短期的には株式相場に大きく影響する。したがって、その情報を得られれば、売買益も得られるし、顧客への有益な情報提供となる。その結果、勧誘員は、四社ウォッチャーとなり、かつ、顧客に長期的財産形成のアドバイスをするのではなく、短期的株式相場の変動を頼りに短期売買で利益を上げてもらうことを繰り返すという短期回転売買の手法に依存していたとのことである¹⁶⁰⁾。また、前述のアメリカにおけるフルサービス回帰の現象は、日本においては生じないとする見方もある。すなわち、伊藤元重教授によれば、アメリカの勧誘員に比べて、日本の証券会社の支店で営業活動を行ってきた勧誘員は、個人の顔で仕事をしているというよりは、会社組織の中で仕事をしている、つまり、豊富な情報を提供して顧客に受け入れられるというよりも、大証券会社の名前を看板にして、ただ単に足しげく通い、営業をしているだけだった、という¹⁶¹⁾。その上で、「もしそうであるならば、そのような営業は、ネットの動きのなかで潰されていくことになる」と占われている。ここでも、良質なサービスの提供こそが唯一の生存の方法であることが示されている。

第六節 小括

本章では、日本版金融ビッグバン後の我が国の投資市場の変容、とりわけ、投資仲介者の変容を確認した。かつての事前調整型投資市場にあつては、従来型の対面証券会社が、一律の価格で、類似のサービスを提供していた。そのサービス

160) 二上季代司「証券会社の経営組織と人事制度」証券経済研究 27 号 (2000) 13 頁。

161) 伊藤・前掲注 121) 164 頁以下。

は、投資者との信頼関係を前提とするという意味で、リレーションシップモデルと親和的であった。また、事前調整型投資市場においては、異なる価格で、根本的に異なるサービスを提供する投資仲介者が不在であったという意味で、投資仲介像を一律に把握することが可能であった。

ところが、日本版金融ビッグバンにより、市場に競争原理が導入された後の競争型投資市場には、従来型の対面証券会社とは根本的に異なる、ネット証券会社という新たなアクターが登場した。ネット証券会社は徹底的なコスト減を図り、安価で利便性の高いサービスを提供することによりリテール部門で急速に発展を遂げている。かようなネット証券会社のビジネスモデルは、トランザクションモデルと親和的である。このように、今日の競争型投資市場においては、異なるビジネスモデルを採用する投資仲介者が混在しており、投資仲介者像を一律に把握することはできない。かような規制緩和によってもたらされた投資仲介者の多様性は、投資者のサービスに対する選好が多様である限り、全投資者の利益に資するものである。また、ネット証券会社の圧倒的価格優位性に、リテール部門において従来の対面証券会社が対抗する唯一の手段は、ネット証券会社にはなし得ない良質な投資者サポートを提供し、その質の向上を図り続けることであると予測される。

以上を踏まえ、次章において、投資市場における責任配分を規律する法理たる説明義務の今日的役割を提示することとしたい。

第十一章 投資市場における責任配分法理

第一節 改正金販法の解釈をめぐる二つの原理

本稿では、投資市場における法定の責任配分を規律する改正金販法上の説明義務の範囲を主たる考察対象としてきた。改正金販法が新たに追加した「取引の仕組みのうちの重要な部分」の解釈を規律する可能性があると思われる原理は、大別すると二つ存在する。一つは、消契法を規律する原理である「自己決定基盤の歪曲化禁止」であり、もう一つは、消契法とは異質の原理である「積極的投資者保護」ないしは「後見的投資者保護」である。このうち、前者が改正金販法上の説明義務の根底をなす原理であるならば、改正金販法上の説明義務の範囲は、投資市場において様々な局面でその有利性が強調される結果希薄化されやすいリス

クに関する事項に限定される。具体的には、市場リスクや信用リスクに加え、委託手数料をはじめとする各種コストや信用取引の際の利率などに説明義務の範囲が及ぶものと解されることになる。そして、要求される説明の程度は、一般投資者を大まかに分類した際、当該投資者が属するカテゴリーに属する投資者一般が理解できる程度の説明で足りると解される。また、本稿の主たる検討対象の文脈から外れるが、ドイツ法における適格性審査との対比では、原則として必要最低限の取引開始基準¹⁶²⁾の確認のみが要請されることになる¹⁶³⁾。他方、改正金販法が、「自己決定基盤の歪曲化禁止」のみならず「積極的投資者保護」をもその規範命題とするならば、かような限定は生じない。「積極的投資者保護」ないしは「後見的投資者保護」を実現するに資する事項に、説明義務の範囲は拡大することになる。そして、説明の程度も、当該投資者の保護に資するべく、理解の確認を行うことなどが求められることになろう。また、取引開始基準の確認において要請される事項も拡大しよう。

この異なる解釈を帰結する二つの原理のうち、いずれが改正金販法の解釈指針として採用されるべきかを判断するに当たっては、改正金販法が、原則としてアマ区分に属する全ての投資者に対して妥当するものであり、かつ、改正金販法が射程に置く全ての金融商品の販売に際して妥当する性質を有するものであることが念頭に置かれなければならない。

第二節 「自己決定基盤の歪曲化禁止」採用の正当性

本稿は、これら二つの原理のうち、前者の「自己決定基盤の歪曲化禁止」が改正金販法の解釈を規定する原理として採用されるべきであると述べてきた。その理由を再度確認しよう。まず、非対等当事者参加型市場の一般法たる消費法において採用されている原理は、「自己決定基盤の歪曲化禁止」であり、「積極的消費

162) 取引開始基準の確認がなぜ要請されるべきか、そして、トランザクションモデルを採用するアクターに対しても要請されるべき水準がどこにあるのかについては、稿を改めて検討したい。ただ、基本的に、ドイツ法の「高度に標準化された適格性審査」（第八章第五節）において述べたことが妥当するものと思われる。

163) もっとも、後述するとおり、一定の種類金融商品取引に関しては、狭義の適合性原則によって、要請される取引開始基準の確認の水準が高められ、また、不適格の効果としても、「警告」ではなく「取引拒絶」が求められる可能性がある。

者保護」ではない。かような一般法との関係において投資市場を特に規律する特別法としての性質を有するのが改正金販法である。かような性質を有する改正金販法の解釈を規定する原理として「積極的投資者保護」を採用しようとするのであれば、投資市場という市場の特性の中に、「積極的投資者保護」を採用し、もって投資者の投資判断を一律に高度化すべき要請がなければならない。例えば、「積極的保護」の要請もが求められる典型的市場として、医療市場が存在する。医療市場において「積極的患者保護」が要請されるのは、当該市場は、患者側に市場に参入しないという選択肢が実質的に不在である場合が多いこと、あるいは、当該市場で問題となる法益が、財産的利益ではなく、生命、身体といった法益であることなどがその正当化の足がかりになるものと思われる。しかし、不可避性に乏しく、¹⁶⁴⁾ 純粋な財産的利益が取引の対象となる投資市場においては、類似の正当化根拠は見出せない。それゆえ、投資市場に一律に「積極的投資者保護」の要請を妥当させる必然性は乏しい。これが、改正金販法の解釈指針として「積極的投資者保護」を採用するべきではない第一の理由である。

第二に、改正金販法の解釈指針として「積極的投資者保護」を採用するとするならば、その副作用を甘受してもなお、その採用を正当化する根拠が示されなければならない。その副作用を再度確認しよう。まず、投資仲介者の配慮義務の水準を高めれば高めるほど、それに比例して履行費用も高まる。この履行費用のうち、投資者側に生じた機会費用を除く費用は、第一次的には、投資仲介者側に帰属するが、投資仲介者側に帰属した費用も、終局的には、必ず全額とまではいえない可能性があるにせよ、委託手数料を通じて投資者側に転嫁される余地がある。これが現実のものとなったならば、投資者は、安価な委託手数料による投資取引という選択肢を剥奪されることになる。「積極的投資者保護」の要請は、説明義務の拡大を促す原理であっても、その拡大に対抗する価値基準を内包する原理としては今日において必ずしも把握できない。¹⁶⁵⁾ それゆえ、かかる原理を改正金販法

164) 一定の種類の金融商品取引において、一定の投資者層については、純粋な財産的利益のみならず、生存的利益も問題となるため、別途考慮が必要であることについては後述する。

165) 従来の自己決定権アプローチを採用する論者において「説明義務の水準の上昇傾向に対抗する原理も他方で必要である」、あるいは「説明義務の水準の上昇傾向は（投資者にとっても）必ずしも望ましいとは言えない」との指摘が示されることはほとんどな

の解釈指針として採用するならば、法定の説明義務が拡大の一途を辿り、それに比例して、その要請を満たさない水準のサービスと価格の対が市場から次々に駆逐され続ける危険性を大いに孕んでいることが看過されてはならない。¹⁶⁶⁾

「積極的投資者保護」の秘める副作用はこれだけにとどまらない。説明義務の水準を高めれば高めるほど、自ら有用な情報を取得しようとする投資者のインセンティブを削ぎ、市場の効率性を阻害する。また、場合によっては、投資者の投資判断の中に占める投資仲介者の評価の度合いが高まることで、実質的市場参加者数が減少する可能性も考慮せねばならない。また、説明義務の水準を高度化する一方で、いかなる説明を履行すればリスクが転移するのかを事前に、明確に記述できなければ、投資者側には、事後的に望ましくない投資結果を投資仲介者に転嫁するインセンティブが生じ、投資仲介者には、これに備えるべく過剰支出をなすインセンティブを与える。その結果、事業規模の縮小、あるいは市場からの撤退を帰結する。これらの副作用は、投資仲介者の利益のみならず、投資者の利益をも害し、市場の効率性を阻害する。

これら諸問題のうち、履行費用の上昇とその転嫁問題を經由して市場に供給されるサービスの多様性が縮小傾向を辿り続ける危険は、従来の我が国の説明義務論において主要な役割を果たしてきた「自己決定権アプローチ」を採用したとし

ゝ かったことが、これを裏付けているといえよう。

166) なお、周知の通り、金融商品取引法は、プロアマ区分を採用しており、金販法はプロ顧客（特定顧客）には適用されない（金販法7条1項）。それゆえ、金販法上の義務水準は高度なものとし、かようなサービスを不要とする顧客にはプロ区分への移行を促すことで、サービスの多様性や自己決定権の機能領域への配慮をなすことは可能であるとする見解もあり得る。しかし、かような見解には次のような問題がなお横たわっている。第一に、現在のプロアマ区分では、アマ区分からプロ区分へ移行可能な個人投資者は、純資産額及び投資資産額が3億円以上であり、かつ、当該種類の契約を締結してから1年以上が経過した個人等に限定されている（金融商品取引業等に関する内閣府令62条）。そのため、個人投資者のうち圧倒的多数は、プロ区分への移行を現実にはなし得ない。第二に、プロ区分に移行すると、金販法上の説明義務は適用除外になるという意味で、オール・オア・ナッシングの選択肢のみが与えられることになり、やはり、多様性や自己決定権の機能領域への配慮という目的を十分には達成することができない。かような問題を考慮するならば、金販法上の説明義務はあくまで市場における下限となる水準を定め、プロ区分は、それすらも不要としうる個人投資者等を念頭においた制度であると解すべきであるように思われる。

でも、看過できるものではないはずである。なぜなら、かような危険が現実のものとなることを承認することは、一方で投資者自己決定権の擁護を説きつつ、他方で、投資者にとってのサービスに関する自己決定権の機能領域を後見的に、かつ、過度に剥奪することになるからである。投資者は後見の見地からその選択肢を剥奪することによって保護されねばならない存在であるのか、また、かかる「保護」は、自己決定権「擁護」と矛盾するものでないのか、慎重に検討される必要がある。

かような自己決定権アプローチに基づく「積極的投資者保護」の追求が内包する弊害につき、従来の裁判例においても、また、学説においても、十分に考慮されてきたとはいいがたい。しかし、それはかかる諸問題が見落とし続けられてきたことを意味するものではなかった。繰り返しとなるが、第十章を踏まえ再度確認しよう。

第三節 事前調整型投資市場における「積極的投資者保護」

説明義務が生成され、発展を遂げた1990年代の我が国の投資市場は、未だ「日本版金融ビッグバン」による規制緩和を迎えていなかった。投資仲介業務に関しても、参入規制と固定委託手数料制によって、事前の調整が図られていた。かかる事前調整型投資市場において、従来型の対面証券会社は、勧誘員を配置し、営業を行い、投資者との信頼関係を構築しつつ推奨を行うことで、投資者から注文を得ていた。かようなビジネスモデルは、金販法を改正するにあたり参照されたというワラント訴訟においても、少なくとも高裁レベルでは一件の例外もなく妥当していることも第五章における検討を通じて明らかとなった。

かようなビジネスモデルを、本稿では、トランザクションモデルとの対比で、リレーションシップモデルと位置づけた。リレーションシップモデルは、投資者のソフト情報を重視し、その情報に基づき、投資者に適したサービスを提供することにより信頼関係を構築し、継続的取引関係の形成を目指すモデルであった。かかるビジネスモデルを採用する限り、投資仲介者は、投資者との信頼関係を構築すべく、投資者のソフト情報を取得し、当該情報に基づき、当該投資者に適した金融商品（の個別銘柄）の推奨を行うとともに、当該投資者に適した説明をなすインセンティブを通常は有するであろう。その意味で、顧客属性調査や広義の

適合性原則を踏まえた説明は、自発的に生じる余地がある¹⁶⁷⁾。もっとも、かような自発的行動傾向から逸脱した行動を投資仲介者が採用する可能性があり、かつ、その際に法的救済が不在であることが事前に投資者に明らかである場合、リレーションシップモデルを採用した投資仲介業務は、その根幹を脅かされる。なぜなら、投資者との信頼関係の構築が困難となり、投資者は容易に投資仲介者の推奨を信頼しないためである。かような状況を打破すべく、リレーションシップモデルを採用するアクターが、その自発的行動傾向から逸脱した行動を採用した際に、法が事後的にサンクションを設けることは、投資者保護に資するのみならず、信頼創出を容易にするという意味で、投資仲介者の利益にも資する¹⁶⁸⁾。また、かような投資者のソフト情報を重視したサービスを提供するための履行費用の発生とその転嫁問題等、「積極的投資者保護」が内包する副作用も、かつての事前調整型投資市場においては必ずしも現実化しない。なぜなら、高額に固定された委託手数料によって、履行費用は回収できたであろうし、転嫁問題も生じ得なかったためである。また、信頼関係を前提とした継続的取引関係にあっては投資者側のモラルハザードも一定程度抑止し得たであろう。このように、事前調整型投資市場における従来型の対面証券会社のみを念頭に置くことが許された時代においては、「積極的投資者保護」を原理基盤とする説明義務を市場に広範に妥当させるべき要請が存在したといえ、かつ、「積極的投資者保護」が内包する副作用を考慮する必要性も乏しかったといえる。

かような我が国のかつての社会背景は、ドイツにおける助言義務の生成の背景とも通じる部分が存在する。ドイツにおける助言義務の生成の背景には、伝統的ユニバーサルバンクが、リレーションシップバンキングモデルを採用していたという事情が存在する可能性が高かった。ドイツにおけるユニバーサルバンクは、顧客との間で信頼関係を構築し、幅広い金融商品を排他的・永続的に提供し続ける戦略を採用していた。このリレーションシップモデルの採用という点に、我が国のかつての事前調整型投資市場における投資仲介者との類似性が見出せる。ま

167) もっとも、かかるインセンティブは、参入規制や固定委託手数料制によって十分に機能してはいなかったともいえる。この点を示唆するものとして、参照、伊藤・前掲注121) 164頁以下。

168) 川濱教授により強調がなされている点である。参照、川濱昇「ワラント勧誘における証券会社の説明義務」民商113巻4=5号(1996)642頁以下。

た、ドイツにおけるユニバーサルバンクは、顧客のソフト情報の収集等、信頼創出のために要した費用を、排他的・永続的取引関係という時間的な軸と、幅広い金融商品の提供という軸において分散可能であり、必ずしも直近の一回の取引でそのコスト全てを回収する必要はないため、転嫁問題は必ずしも現実化しない。また、地域における顧客の評判の低下の可能性や、継続的取引関係の喪失の可能性が顧客のモラルハザードをある程度抑止していたものと思われる。

以上要するに、かつての事前調整型投資市場と、リレーションシップモデルを採用するアクターとして一律に把握可能であった投資仲介者を所与とする限り¹⁶⁹⁾、我が国の学説が自己決定権アプローチを採用し、「積極的投資者保護」を実現すべく説明義務の高度化を志向してきたのは、時代の要請にかなっていたともいえるし、その際、ドイツにおける助言義務論を参照し、我が国への導入が志向されてきたのも、時代の要請に即していたとも言える。しかし、以上は、日本版金融ビッグバンを経て構造変革を遂げた今日の競争型投資市場においては、全面的に妥当するものではない。

第四節 競争型投資市場における「積極的投資者保護」

ドイツにおいては、Bond 判決が構築された後、まもなく、伝統的ユニバーサルバンクとは根本的にそのビジネスモデルを異にするアクター、すなわち、トランザクションモデルを採用するディスカウントブローカーが登場し、急速に発展を遂げた。同様に、我が国においても、日本版金融ビッグバンによる競争原理の導入と技術革新とが相まって、トランザクションモデルを採用するネット証券会社が市場に出現し、リテール部門で主要な役割を担うに至っている。

トランザクションモデルとは、リレーションシップモデルとは異なり、投資者のソフト情報を重視せず、逆にサービスの徹底的な規格化、標準化を図ることで

169) 実際、ワラント訴訟を受け、「積極的投資者保護」、あるいは「後見的投資者保護」と軸を一にする「非限定説」を展開してきた論者において、非限定説を採用すべきとする思考に、かかる投資仲介者の特性が多分に影響を及ぼしていたことも、第六章の検討を通じて明らかになったところである。参照、三木俊博＝櫛田寛一＝田端聡「証券投資勧誘と民事的違法性——外貨建ワラント取引を巡って——」判タ 875号（1995）30頁、村本武志「ワラント裁判例の現状と問題点——違法性判断と損害論を中心として」ジュリ 1076号（1995）139頁。

コストカットを実現し、安価で利便性の高いサービスを不特定多数の投資者に提供することを意図するアクターである。換言するならば、リレーションシップモデルを採用するアクターとの対比で、そのサービスの質には限界があるが、逆にリレーションシップモデルには実現し得ない価格優位性を武器とするビジネスモデルを意味する。かようなアクターの出現により、投資者は、安価な委託手数料による投資取引が可能となり、キャピタルゲインを得る機会を確保することが相対的に容易となるという意味で恩恵を受ける。また、投資仲介者側にも、かようなサービスに投資者のニーズがある限り、新たな取引の機会を確保することができる。この限りでは、投資者にも、そして投資仲介者にも、規制緩和と技術革新がもたらした恩恵は大きいといえる。

かような市場の構造変革とその意義を考慮することなく、今日の競争型投資市場において、自己決定権アプローチを採用し「積極的投資者保護」を原理基盤に据えた説明義務論を一律に市場に妥当させようとするなら、事前調整型投資市場とは異なり、「積極的投資者保護」が内在する副作用は現実のものとなり、自己決定権アプローチそれ自体が自己矛盾に陥る危険性が高い。前述の通り、「積極的投資者保護」という原理は、説明義務の高度化を促す価値を内包する一方で、説明義務の高度化に歯止めをかける価値を内包するには至っていないものと思われる。それゆえ、投資市場における投資仲介者の説明義務の水準は拡大の一途を辿る危険性が高い。これが現実化したならば、投資市場に供給されるサービスのうち、「積極的投資者保護」が命じるサービスの質を下回るサービスと価格の対は、市場から駆逐されていき、その要求が高まれば高まるほど、駆逐されるサービス（と価格の対）も増加の一途を辿る。投資者の自己決定権を擁護するために、他方で投資者にとって選択可能なサービスと価格の対につき減少傾向のみを招くことが、何ゆえ投資者の自己決定権擁護に資するのかが、自己矛盾に陥るのではないかが再考されなければならないであろう。

規制緩和とは、一定の「正」に基づく事前規制によって、市場に供給される財やサービスを調整することによって投資者の利益を後見的に保護することをやめ、いかなる財やサービスが「善い」とされるかは、各投資者の選好にゆだねられるべきであるとの政策転換を意味した。この政策転換によって、投資者の様々な選好に合致すべく、市場に様々な特性を有するサービスが供給され、生存競争を繰り返すことになった。かようにして多様性を遂げた市場では、投資者の自己決定

権の機能領域が拡大を遂げていることそれ自体は、自己決定権アプローチを採用したとしても歓迎されるべきことであろう。かような政策転換によって、事前調整型投資市場とは異なり、サービスに多様性が備わった今日の競争型投資市場において、市場に一律に妥当する法定の説明義務の解釈指針に、「積極的投資者保護」を採用することは、業法ではなく、私法の手による規制の時代への回帰をもたらす。仮に真に投資者の自己決定権を擁護しようとするのであれば、サービスの多様性の維持、増進に配慮しつつ、サービスの多様性によってもたらされるミスマッチの危険と、マッチングの困難を解消すべく、マッチング支援を図ることこそ、説明義務論の役割があると定義されるべきである。このように説明義務論を定義するならば、市場に一律に適用される改正金取法上の説明義務は「自己決定基盤の歪曲化禁止」を原理とし、解釈されるべきである。説明義務の範囲は、投資市場において投資者の認識が希薄化されやすく、もってミスマッチを定型的に誘発する投資リスクそれ自体に関する事項に限定されるべきであるし、要求される説明の程度も、各投資者が実際に当該説明を理解したことが求められるべきではない。ドイツ法において、助言業務を行う投資仲介者と、助言業務を行わない投資仲介者を明確に区別し、後者においては、助言義務の排除及び説明義務の低減（口座開設時等に標準化された書面を交付すれば足りる）が一定の条件のもとで認められてきたことは、かような帰結を導く上で、参考になるものと思われる。

以上要するに、従来の事前調整型投資市場から転換を遂げた今日の競争型投資市場においては、説明義務論についても、かつての義務水準の可及的高度化を主たる課題とする「後見の説明義務論」から、多様性の維持・増進への配慮とマッチング支援を主たる課題とする「市場志向型説明義務論」へと、発想の転換が求められている。

第五節 ある下級審判決に見る問題状況の具体化

以上で述べた問題状況が色濃く反映される事案が存在する。高齢者が、唯一の老後の資産を用いて、二階建て¹⁷⁰⁾の手法でネット証券会社を通じて信用取引を行っ

170) 二階建てとは、既に保有する現物株式を担保とし、それと同一銘柄の株式を信用取引で買い付ける投資戦略をいい、当該銘柄の株価が値上がりした場合には大きな利益を得ることができる一方、リスクが単一銘柄に集中しているため、当該銘柄の株価が値下が

たところ、市況の急速な下落によって、強制決済がなされ、ネット証券会社より約 2300 万円の立替金を請求されたという事案である。第一審は、「申告の意味内容や取引のリスクを本当に理解して申告をしたのか疑念を抱くべき者に対しては、電話、面接等により、申告内容の詳細や申告の意味内容の理解、リスクの理解の確認を行う義務を免れない」として、ネット証券会社の適合性原則違反及び説明義務違反を肯定している。これに対して、控訴審¹⁷¹⁾では、「インターネットを利用した非対面取引においては、対面取引に比べ安価な手数料や顧客の利便性を重視したビジネスモデルであることや、顧客としても担当者の勧誘、助言、指導等を介在させることなく、自己の情報収集・分析の上に立って、自らの責任と判断で取引を行いたいという意向を有しているのが通常であると考えられる」ことを重視し、義務違反を否定している。

ネット証券会社といえども、「積極的投資者保護」を実現するため、高度な顧客調査及び説明義務が課せられるべきであり、それこそが、投資者保護に資するとの思考を辿るならば、第一審の結論が導かれるであろう。また、それは、眼前の特定の投資者の救済に資する側面が確かにある。しかし、第一審が述べるような義務が仮に一般化するならば、説明義務の範囲の拡大は、説明義務の程度問題と相まってネット証券会社の義務の履行費用に著しい影響を及ぼすことになり、安価で利便性の高いサービスを駆逐する危険性が生じる。このことは、ネット証券会社の利益を害するのみならず、ネット証券会社のサービスを選好する全投資者の利益を害する。かような副作用を認容すべき事情が存在しない限り、「積極的投資者保護」の要請に基づく高水準の義務を市場に一律に妥当させるべきではない。そうではなく、多様性を害することなく、各投資者と当該投資者の選好に合致するサービスとのマッチング支援を行うことを志向すべきである。

多様性への配慮とマッチング支援の文脈からは、金販法上の義務とすべきか否かは別途考察を経なければならないが、トランザクションモデルを採用し、サービスの規格化、標準化をなす投資仲介者には、そのことを事前開示することを義務付けることが検討に値する。上述の事案における高齢者が、ネット証券会社は、

ゝりした場合には大きな損失を被ることとなる。

171) 和歌山地判平成 23 年 2 月 9 日金法 1937 号 133 頁。

172) 大阪高判平成 23 年 9 月 8 日金法 1937 号 124 頁。

委託手数料が安価な反面、充実した投資者保護を提供しないことを認識し、取引を行っていたのであれば、自己責任であるとの評価を下しやすい。他方、安価な委託手数料のみに目を奪われ、その反面、充実した投資者保護を受けることができないことを認識せずに取引を行った（仮に認識していたのであれば、ネット証券会社を投資仲介者として選択しなかった）のであれば、不幸なミスマッチが生じたとの評価をなすことも可能だからである。

トランザクションモデルを採用するネット証券会社は通常、その委託手数料における価格優位性を全面に押し出し、顧客を得ることが予測される。もっとも、この価格優位性は、リレーションシップモデルを採用する投資仲介者との対比において、サービスの水準を低下させることによって実現されるという意味で、表裏の関係をなす。かかる表裏の関係のうち、メリットが強調されることにより、デメリットに関する希薄化が投資者一般に生じるのであれば、「ネット証券会社の特質上、その他の形態の投資仲介者に比べ投資者保護に欠けるため、より充実した投資者保護を望むのであれば、別の形態の投資仲介者と取引をすべき」ことなどを、事前に投資者に明示することを義務付けるべきである。この点、ドイツにおけるディスカウントブローカーが、口座開設時に、「いかなる助言も行わず、情報提供も限られる」ことを顧客に明示することを要件として助言義務排除、説明義務低減が認められていることが参考になるものと思われる。かような事前の明示義務を、トランザクションモデルを採用する投資仲介者に課したとしても、義務内容が事前に明確である限り、多様性を害することはさほどなく、他方でミスマッチの回避が図られるであろう。このように、多様性に配慮しつつ、他方でいかにマッチング支援を行うかに腐心することが、説明義務論の今日的課題であり、サービスの水準は高度であればあるほどよし、決定の義務水準の高度化のみを図ることは、投資者の自己決定権の擁護という観点からも、今日の市場の姿になじむものではない。ドイツ法を参照する際にも、かの国で、いかにしてサービスの多様性への配慮とマッチング支援の調和が図られているのかに十分に留意されるべきであろう。

なお、本稿で論じてきたことは、「ネット証券会社であることのみをもって、その全てに市場の下限となる義務水準以上の義務を負担させるべきではない」との主張ではない。あくまでも、トランザクションモデルを採用し、トランザクションモデルに即した仲介業務を提供する投資仲介者にのみ、下限となる義務水

準が適用されるべきである。というのは、ネット証券会社であっても、E-mail やウェブ上の表示を通じて、あたかもリレーションシップモデルに即したサービスを提供するかのごとく振舞い、個別銘柄を推奨することは可能である。かような振舞いをなしたアクターに、事後的に「自らはネット証券会社であり、対面証券会社ではないため、市場の下限となる水準の義務以外を負担していない」との主張を認めるならば、ミスマッチを誘発する危険が高い。かような振舞いをなしたアクターには、それによって誘発された投資者の信頼に応えるべく、水準が高められた義務が課せられるべきである。この点、ドイツにおいて、ディスカウントブローカーが個別的な投資カウンセリングなどをなした場合には、黙示の助言契約が成立すると学説上指摘されていることが参考になるものと思われる。投資者の信頼を惹起するに足る行為を積極的になし、投資者の自己決定基盤に介入した投資仲介者にかかる義務を課しても、サービスの多様性が過度に害されることはなく、反面、ミスマッチの回避に資するであろう。

第六節 「積極的投資者保護」に依拠した説明義務論の今日的役割

I 契約責任としての「積極的投資者保護」

もっとも、以上のことは、従来¹⁷³⁾の学説の一部が懸命に模索してきた「積極的投資者保護」を原理基盤とする説明義務が今日の競争型投資市場においてもはや不要であるということを経結するものではない。前述の通り、安価な委託手数料を武器にシェアを拡大し続けているネット証券会社に対抗するための唯一の手段は、対面証券会社にしかなしえない良質で木目細やかなサービス、すなわち、当該投資者にとって有益な説明や助言をはじめとする、投資者のニーズに適う良質なサービスを行うことのみである。従って、今後、対面証券会社は、その生き残りをかけて、リレーションシップモデルを徹底させ、ネット証券会社にはなし得ない良質なサービスの提供を投資者にアピールし、履行するより他はない。高水準のサービスを投資者に約した証券会社には、法は、その約定どおりのサービスの

173) ただし、かような責任は、市場に供給されるサービスの下限を規律する金販法上の責任ではない。ドイツ法と同様に、これを黙示の追加的サービスの提供の申し込みと解し、契約責任構成を採用するか、あるいは、信頼をもたらし、もって投資者の自己決定基盤に積極的に介入し、歪曲化したことに対する民法 709 条の不法行為責任のいずれかとして把握されるべき責任である。

提供を命ずればよい。ただし、これは金販法によって市場に一律に適用される法定の義務ではなく、当該下限を所与として、それを上回るサービスを提供することを対面証券会社が投資者に約したことによって生じる契約上の義務であり、競争市場の中において創出されうる。今日的競争市場における「積極的投資者保護」を原理基盤とする説明義務は、契約責任として再定義され、今後重要な役割を担うことになろう。

なお、このことは、「対面証券会社には一律に『積極的投資者保護』に依拠したサービスを命じるべきである」とするものではない。想定し難いが、対面証券会社であっても、投資者に対して事前に「トランザクションモデルを採用するネット証券会社が提供しているサービスのみを提供する」ことを明示し、実際にかようなサービスの提供を志向したならば、それを法が否定すべき理由はない。ただし、かかる戦略を採用する対面証券会社は、インターネットの普及がある程度高まれば、市場競争によって淘汰されるであろう。

また、今後の技術革新によって、対面証券会社だけではなく、ネット証券会社がリレーションシップモデルに参入し、その精度を高めることも予測される。というのは、投資者のソフト情報を重視したサービスの提供は、今日では、対面との対比では限界があるであろうが、非対面においても提供することそれ自体は可能であり、かつ、技術革新が進展すれば、その限界も緩和されていくことが予測されるからである。この点、アメリカにおいては、オンラインブローカーの委託手数料低減競争は直ぐに底に達し、サービスの競争へとシフトしたことが示唆的である¹⁷⁴⁾。2001年の段階で既に、これまで営業員が対面で行っていた投資アドバイスを極めて近い営業活動がオンライン取引においてコンピューターにより自動化することが技術的には可能となりつつあり、それによる新たなオンラインリテール規制の必要性が生じていることが指摘されており、単純にネット専業＝低

174) 佐賀・前掲注150)「インターネット」55頁、同・前掲注121)「オンライン証券取引」24頁、清水・前掲注121)83頁以下。

175) 顧客の資産状況や過去の取引履歴情報をサーバーに蓄積し、このデータを分析することで、たとえばその顧客が次に買うのが望ましい銘柄をコンピューターが自動的にメール送信などで通知するといったサービスが始まっているという。参照、清水・前掲注121)87頁。また、佐賀・前掲注121)「オンライン証券取引」28頁でも、投資家は一定の情報を入力すれば望ましい銘柄を取捨選択して推奨を受けるといったことも可能と

コスト低サービスという分類自体が「かつての時代」の概念となりつつあることが念頭に置かれなければならない。従って、あるネット証券会社が、徹底的コスト削減による顧客獲得から、付加価値志向に転換した場合には、¹⁷⁶⁾そこで提供を約した付加価値に対応した追加的義務を契約責任として負担すべきである。かような時代の到来は、リレーションシップモデルを採用する対面証券会社になお一層質の高いサービスの提供を促すであろう。

II 委託手数料の明示を通じた「積極的投資者保護」の促進

以上のように、法定の説明義務等の水準を下限として、それを上回る水準のサービスと価格の対は、法によって創出するまでもなく、競争市場によって創出される。その際、委託手数料額の明示を投資仲介者に義務付けることは、積極的投資者保護に依拠する高水準のサービスを促進する側面を有する。委託手数料は、その額が高まれば高まるほど、投資者にとってキャピタルゲインを得る機会を制約し、損失を生じさせる危険を高める。それゆえ、「自己決定基盤の歪曲化禁止」に依拠したとしても、要説明事項となる。相対的に高額な委託手数料が投資者に事前に認識されるならば、リレーションシップモデルを採用する投資仲介者は、その手数料に見合うだけのサービスとそのサービスの投資者に対するメリットを投資者に積極的に開示しなければ、仲介者として存続することは困難となる。それゆえ、委託手数料の開示は、従来型の対面証券会社に対しては、高サービスの提供を投資者に約すインセンティブを与え、「積極的投資者保護」が契約を通じて実現されることを促進するであろう。

第七節 残された課題 —— 狭義の適合性原則との接合 ——

本稿では、説明義務論は、従来の「後見の説明義務論」から、サービスの維持増進への配慮とマッチング支援を主たる課題とする「市場志向型説明義務論」へ

、なってきたことが指摘されている。

176) 具体例として、アメリカの Schwab 社は、売買委託手数料に依存する経営から、資産管理サービス収入の強化を図り、2006 年段階で、資産管理サービス収入は、売買委託手数料収益の二倍以上となっている。参照、伊豆久＝福田徹「インターネット証券会社の経営戦略」日本経済研究所証券経営研究会編『金融システム改革と証券業』（日本証券経済研究所・2008）30 頁以下。

と、転換が求められていると述べてきた。多様な選択肢の中から、自らの選好に最も適う財やサービスを獲得できるよう、多様性の維持、増進に配慮し、かつそれによって困難が増すマッチングを支援することは、従来の自己決定権アプローチを採用したとしても、今日の競争型投資市場においては説明義務論の中核的任務になるものと思われる。

もっとも、本稿の文脈における説明義務論が機能する領域には、一定の限定を付されなければならない。その限定を画する法理は、狭義の適合性原則である。投資者の生存基盤を崩壊させるに足るリスクを内包する投資取引については、相応の適合性審査が行われなければならないが、それが非対面的手段において実現できないのであれば、ネット証券会社等を介した取引を禁止すべきである可能性を否定できないためである。かような規制が妥当し得る取引の典型例として、当初元本を上回る損失が生じるおそれのある投資取引の中でも、高レバレッジが可能となっているため、当初元本を上回る損失が甚大な規模になる取引が挙げられる。また、レバレッジは一定に制限されていたとしても、強制的反対決済制度を構築していない、あるいは、強制的反対決済制度の構築は可能であっても、市場の流動性が低いため、反対決済を即座に実行できない危険性が定型的に存在する投資取引に関しても同様の規制が妥当し得る。

本稿においては、次の二点を指摘し、その詳細な検討は、今後の課題としたい。当初元本を上回る損失が生じる可能性が多分にあるために、ある投資者にとってその生存基盤を破壊するおそれがあることをもって、当該投資者がいかに望もうとも、そして、いかに知識と経験を備えていても、また、選択肢の多様性あるいは自己決定権を廃しても、その参加を否定すべきことを正当化する根拠は、大別すると二つ存在する可能性がある。第一に、自己決定権アプローチの文脈においては、（財産権に関する）自己決定権に対する生存基盤の確保の優位がこれを正当化する原理となる可能性がある。¹⁷⁷⁾ 一定の消費者が仮に選好したとしても、安全に対する整備のための最適な水準のコストを削減して提供される航空サービスが否定されるべき理由と重なるものと思われる。第二に、生存基盤の確保の要請は、

177) かような財産権に対する生存権の優位性を指摘するものとして、参照、潮見佳男「投資取引と民法理論（4・完）——証券投資を中心として——」民商118巻3号（1998）368頁以下。

反射的利益に過ぎず、市場の効率性維持こそが、狭義の適合性原則を導く原理である可能性もある。例えば、当初元本を上回る損失が生じるおそれを内包する投資取引が投資者の生存基盤を破壊した際、未決済の損金を投資者以外、多くの場合は投資仲介者が負担しなければならない。かような事態が続発すると、投資仲介者の健全な財政状態が脅かされることになり、市場の効率性の維持¹⁷⁸⁾を損なう。それゆえ、かような事態に陥る可能性の高い投資者は、市場の効率性維持のため、当初より当該市場から排除すべきことを投資仲介者は命じられ、その反射的利益として、投資者はその生存基盤を保護されることになる、かように理解される余地もあるものと思われる。

本稿において、ドイツにおける「高度に標準化された適格性審査」は、多様性への配慮とマッチング支援の両立の文脈で参考になるものとして捉えたが、かかる狭義の適合性原則と接合を図った際、少なくとも条文上、ドイツの適格性審査が財産状態に及んでいない点、そして、不適格である際の効果として「指摘（警告）」のみが義務付けられており、取引拒絶が義務付けられていない点で、狭義の適合性原則との関係で緊張関係にあると見る余地もある。この点も含め、狭義の適合性原則と説明義務論との接合は、ドイツにおける適格性審査を参照しつつ、別稿において検討したい。

おわりに

非対等当事者参加型市場における古典的民法理論の修正とそれを支える原理の探求は、1960年代以降¹⁷⁹⁾の民法学の主要な課題の一つであり続けてきた。本稿が検討対象とした投資市場における説明義務もまた、投資者と投資仲介者という非対等当事者間に対して古典的民法理論とは異なる責任の配分をなす法理として、この60年代以降の民法学の課題の今日的一局面と位置づけることができる。

本稿は、60年代以降今日に至るまで民法学において提唱され続けてきた古典

178) 近時では、スイスフラン相場の急変でFX業者の経営破たんが報じられたことが記憶に新しい。

179) 少なくとも星野英一博士の問題提起にまで遡ることができる。参照、星野英一「現代における契約」同『民法論集 第3巻』（有斐閣・1972〔初出、加藤一郎編『岩波講座現代法8 現代法と市民法』（岩波書店・1966）205頁〕）1頁。

的民法理論の修正の必要性そのものを否定するものではない。そうではなく、本稿は、60年代あるいは90年代と比較したとき、その様相が大幅に異なる今日の非対等当事者参加型市場を前提とするならば、その変容を踏まえた今日的市場に即した古典的民法理論の修正のあり方と、それを支える新たな原理が模索されなければならないのではないか、という問題意識に基づく。換言するならば、古典的民法理論修正の必要性それ自体は60年代から不変であるが、その修正のあり方やそれを支える原理は、その時々時代の要請に応じて変容するのではないか、という点に、本稿の問題意識はある。かかる問題意識に基づき、本稿では、投資市場における説明義務論を検討対象とした。

従来の説明義務論を規律する基本的視座・政策・原理は、かつての事前調整型投資市場を念頭においたならば、その時代の要請に即していたと今日から振り返った際に見ることができる。しかし、市場は、構造変革を遂げ、競争型投資市場へと変容を果たした。かかる時代の転換期の中で、説明義務論にもその原理レベルで転換が迫られていることを明らかにすることが本稿の目的であり、本稿では、これを「後見的説明義務論」から「市場志向型説明義務論」へと表した。そして、「市場志向型説明義務論」の主要な任務は、市場に一律に高水準の義務を妥当させることにあるのではなく、多様性の維持・増進への配慮とマッチング支援にあると定義した。

同様の帰結は、投資市場における説明義務論に限らず、投資市場と同様に、かつての高度経済成長期からバブル期の市場とは異なる様相を呈する非対等当事者参加型市場の各地において妥当するものと思われる。すなわち、広く消費者法もまた「後見的消費者保護」から「市場志向型消費者保護」へと、発想の転換が求められる局面が多数生じているものと思われる。かかる局面を明らかにし、当該問題場面に即した新たな古典的民法理論の修正のあり方を模索し続けることが、今後の課題である。かかる試みの中に歩を進めていくにあたって、このささやかな一覚書を通じて多くの方々からのご批判、ご教示を仰ぐことができればと願いつつ、拙稿を閉じることとしたい。