

〔論 説〕

ドイツ証券取引法における適格性審査義務 —— ドイツにおける取引開始規制法理としての適合性原則 ——

永 田 泰 士

はじめに

第一章 前提となるドイツ証券取引法の状況

第一節 はじめに

第二節 ドイツ証券取引法の三層構造

第三節 小括

第二章 2018年証券取引法における適格性審査義務

第一節 はじめに

第二節 2018年証券取引法における適格性審査義務

第三節 旧法との対比における2018年証券取引法上の適格性審査義務の概要

第四節 2018年証券取引法上の適格性審査義務の水準

第五節 小括

第三章 欧州証券市場監督局ガイドラインにおける適格性審査義務の水準

第一節 はじめに

第二節 欧州証券市場監督局ガイドラインにおける適格性審査義務の水準

第三節 小括

第四章 2018年証券取引法下における顧客属性調査の実施方式

第一節 はじめに

第二節 2018年証券取引法下における顧客属性調査のフォーマット

第三節 次章に向けて

第五章 BGHにおける顧客属性調査義務の水準

第一節 はじめに —— 前提となる当時の法状況 ——

第二節 2003年判決

第三節 不適格であるとの判断に至った場合の私法上の効果

おわりに

はじめに

本稿は、ドイツにおける金融商品取引において、投資仲介者が勧誘行為を行わない場合にも原則として投資仲介者に課せられる適格性審査義務を検討することを目的とする。かかる本稿の関心事は、次の点にある。

我が国における（狭義の）¹⁾適合性原則は、顧客の知識、経験、財産状態、投資目的に照らして不適当な取引の勧誘行為を規制する法理として、生成・発展を遂げてきた。²⁾また、従来の典型的証券業者たる対面型証券会社の営業は、従業員を配置し、投資者に推奨銘柄を紹介することによって行われてきており、³⁾仲介業務には勧誘行為が伴うのが通常であった。⁴⁾しかし、今日、投資市場には、勧誘行為を行わず、投資者の主体的投資判断の仲介に徹する投資仲介者、すなわち、ネット証券会社⁵⁾が出現し、拡大している。このネット証券会社の出現は、適合性原則

-
- 1) 狭義の適合性原則とは区別される広義の適合性原則とは、「利用者の知識・経験、財産力、投資目的等に照らして適合した商品・サービスの販売・勧誘を行わなければならない」というルールであると定義されていた。参照、金融審議会第一部会「中間整理（第1次）」（1999）15頁（全文は金融庁HP〈http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinysin/tosin/kin003a.pdf〉において閲覧可能である）。今日の金融商品の販売等に関する法律3条が規定する説明義務には、この広義の適合性原則が反映されていると解されている。参照、松尾直彦編『一問一答金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務・2008）480頁以下。本稿では、適合性原則を、特に広義・狭義を付さない場合、狭義の意味において用いる。
 - 2) 周知のとおり、その一つの到達点として、最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁（以下、「平成17年判決」とする）は、適合性原則から著しく逸脱した「勧誘」は、不法行為法上の違法を構成することを明らかにしている。
 - 3) かかる伝統的対面型証券会社の営業手法については、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。
 - 4) 膨大な数の判例を生んだワラント訴訟における高裁判決をすべて見渡しても、勧誘行為が例外なく介在している。参照、拙稿「投資市場における責任配分法理（2）——投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克——」姫路法学54号（2013）597頁以下。
 - 5) ネット取引口座数は、平成28年3月末時点で、2259万口座に達し、国内株式の売買代金に占めるインターネット取引の売買代金の割合は、20.3%となっている。参照、日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果（平成28年3月末）について」（2016）1頁以下。また、2014年の段階で、個人投資家の国内株式取引のうち9割がネット証券会社を経由している。参照、日本経済新聞2014年6月29日付「株売買ネット

に根本的な問いを与える。それは、勧誘行為が介在しない純粋な仲介行為に、適合性原則の射程は及ぶのか、という問いである。⁶⁾

筆者は、この問題状況を分析するために、前稿⁷⁾において、既にその存在が確立している勧誘規制法理としての適合性原則とは異質の規制法理たる適合性原則を、次のように描いた。勧誘行為それ自体を規制するのではない——それゆえ、勧誘行為不在の場面においても機能する——適合性原則が存在するとすれば、二つの異なる規制法理の姿を描き得る。まず、取引開始それ自体を適正なものとするを目的とする、「取引開始規制法理としての適合性原則」が描かれ得る。これは、ある種類の金融商品の取引開始を投資者が希望した際に、その取引開始が当該投資者に適合するものか否かの判断を投資仲介者に求め、不適合である場合に、一定の行為義務を投資仲介者に課すことを内容とするものと定義され得る。次に、取引開始規制法理としての適合性原則の要請を満たした場合、つまり、取引開始自体は、当該顧客に適合的である場合に、なお、適合性原則が非勧誘場面で機能し得るとするならば、それは、個別の注文受託の適正化を目的とする、「受託規制法理としての適合性原則」が存在することになる。これは、取引開始適合性を満たす投資者の主体的投資判断（注文）が、当該投資者に適するか否かの判断を投資仲介者に求め、不適合である場合に、一定の行為義務を投資仲介者

トで身近に」。

- 6) この点、平成 17 年判決は、投資者にとって不適合である取引の仲介を行うことが、不法行為法上の違法を基礎付ける余地があるかにつき、直接的解答を示すものではない。これについては、拙稿「狭義の適合性原則の射程に関する序章的考察——最高裁判決と金販法立法時の議論状況を手掛かりに——」姫路法学 59 号（2016）（以下、「序章的考察」として引用）35 頁以下。
- 7) 拙稿「下級審判例におけるネット証券会社に対する狭義の適合性原則の射程」姫路法学 61 号（2017）（以下、「下級審判例」として引用）5 頁以下。なお、以下、本文中において、前稿を次のように記載する。

前稿①：拙稿「投資市場における責任配分法理（3）——投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克——」姫路法学 55 号（2014）（以下、「責任配分法理（3）」として引用）57 頁。

前稿②：拙稿「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——」姫路法学 57 号（以下、「責任配分法理（4）」として引用）1 頁。

前稿③：拙稿・前掲注（6）「序章的考察」。

前稿④：拙稿・本注記載「下級審判例」。

に課すことを内容とするものと定義され得る。

かような問題意識のもと、前稿^④において、行政規制、業界自主規制及び下級審判例を検討した結果、今日、我が国の行政規制及び業界自主規制においては、取引開始規制法理としての適合性原則が存在すること、また、業界自主規制においては、受託規制法理としての適合性原則の萌芽が存在することが明らかとなった⁸⁾。そして、下級審判例の大勢は、私法効を伴う取引開始規制法理としての適合性原則及び受託規制法理としての適合性原則の双方の存在を肯定していること、ただし、取引開始規制法理としての適合性原則の義務水準は、勧誘規制法理としての適合性原則の義務水準とは明確に区別されており、その義務水準は低度に留め置かれていること、また、受託規制法理としての適合性原則は、証拠金の裏付けがない、又は著しく乏しい中での与信といった異常事態にのみ機能するものであり、その他の一般的な場面では機能しないものとされていることが明らかとなった⁹⁾。

本稿の問題意識は、かかる我が国の法状況は、比較法的にどのような特質を有するといえるのかを確認し、我が国の法状況の相対化を図ることにある。その素材の一つを、本稿はドイツ法に求める。

本稿の構成は、次の通りである。まず、第一章において、前提となるドイツ法の状況を簡単に整理する。そこでは、勧誘規制と取引規制とが明確に区分されていること、また、取引規制たる適格性審査義務に服することが原則論とされていることを明らかにする。次いで、第二章において、2018年に施行された改正EU金融商品市場指令¹⁰⁾（以下では、改正後の同指令を「MiFID II」とし、MiFID II移行前の、2007年施行の同指令を「MiFID I」¹¹⁾とする）を国内法化するために、同年に抜本的に改正されたドイツ証券取引法における適格性審査の内容を、同法と、同法がその詳細の規定を委ねる委任規則の条文に照らして確認する。次いで、

8) 拙稿・前掲注(7)「下級審判例」7頁以下。

9) 拙稿・前掲注(7)「下級審判例」115頁以下。

10) DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

11) 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/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

第三章では、今日のドイツ証券取引法が実施する MiFID II やドイツ証券取引法が義務の詳細の規定を委任する委任規則に関して、欧州証券市場監督局がどのような理解を示しているのかを、同局が公表しているガイドラインの検討を通じて明らかにする。その上で、第四章においては、これらを背景として、今日のドイツのネット証券業者（以下では「ディスカウントブローカー」とする）¹²⁾において、適格性審査がどのように実施されているのか、実務の一例を明らかにする。最後に、第五章において、私法上の適格性審査義務、つまり、契約法又は不法行為法上の適格性審査義務の内容及び水準に重要な示唆を与える BGH が 2003 年に下した判決を検討する。これらにより、我が国の法状況を相対化する一つの参考が得られよう。

第一章 前提となるドイツ証券取引法の状況

第一節 はじめに

本章では、次章以下のドイツ法の検討の準備として、ドイツの法状況の確認を行う。その主たる目的は、ドイツでは、勧誘規制と取引規制とが明確に区別されていること、そして、取引規制の適用除外が認められる場合があるが、取引規制に服することが原則とされていることを明らかにし、この取引規制こそが、我が国における勧誘規制法理とは異なる法理としての適合性原則に該当することを明らかにすることにある。

第二節 ドイツ証券取引法の三層構造

筆者は、前稿^②において、ドイツ法の検討を行い、ドイツの法状況を「三層構造」と表した。¹³⁾前稿^②における検討対象は、2018 年の法改正を経る以前のドイツ証券取引法であり現在のドイツ証券取引法ではない（以下では、2018 年改正後の

12) なお、本稿において、ネット証券業者・ディスカウントブローカーとは、インターネットを経由して投資サービス業務を提供する業者全てを指すのではなく、投資勧誘や投資助言をなさず、かつ、標準化された資料の交付によって情報提供・説明を行うほかは、顧客注文の仲介業務に徹する形でのサービスの提供を行う投資仲介者を指す。この点については、拙稿・前掲注 (7)「責任配分法理 (4)」2 頁以下。

13) 拙稿・前掲注 (7)「責任配分法理 (4)」48 頁以下。

ドイツ証券取引法を、「2018年証券取引法」とし、それ以前のMiFID Iを国内法化したドイツ証券取引法を、「旧法」とする。また、第四章において論じるが、MiFID I国内法化以前のドイツ証券取引法を「1995年ドイツ証券取引法」とする¹⁴⁾とする。しかし、この三層構造は、現行の、2018年証券取引法においても、基本的に維持されている。この三層のそれぞれの詳細を検討することは、本稿の関心から外れるため、本稿の関心事たる第二層の検討の詳細は次章に譲ったうえで、三層の概略を本章において確認しよう。

まず、ドイツにおいては、投資助言及び金融ポートフォリオマネジメント¹⁶⁾に対する規制が存在する（第一層：旧法31条4項及び4a項・2018年証券取引法64条）。我が国の投資勧誘行為は、投資助言に該当する場合は殆どであると考えられ、それゆえ、我が国の勧誘規制は、この層に属すると考えてよい。ここでは、顧客の

14) 旧法下におけるドイツ法に関する詳細な検討を加えるものとして、川地宏行「投資取引における適合性原則と損害賠償責任（一）」法律論叢83巻4=5号（2011）42頁以下、角田美穂子『適合性原則と私法理論の交錯』（商事法務・2014）198頁以下などがある。

15) 1995年当時においては、我が国にも金融商品取引法の前身としての証券取引法が存在したため、区別を図るために「1995年ドイツ証券取引法」とする。1995年ドイツ証券取引法に関する研究として、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）7頁以下、同「投資勧誘における適合性原則（2・完）」三重大学法経論叢18巻2号（2001）9頁以下、山田剛志「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）9頁以下、角田・前掲注（14）176頁以下などがある。

16) 投資助言とは、定義規定である2018年証券取引法2条8項第一文10号によれば、「顧客又はその代理人に対して委任規則9条の意味における特定の金融商品の取引に関する個人的推奨を提供すること。ただし、その推奨は、当該投資者の個人的状況の審査に基づくものであるか、当該投資者に適合すると表示されたものであり、もっぱら情報伝播チャンネルによって発せられたもの、又は世間一般に対して発せられたものではないもの」をいう。

なお、委任規則9条においては、推奨とは、「特定の金融商品を、購入、売却、予約、交換、償還、保有、又は引き受けること」あるいは、「特定の金融商品によって与えられた、金融商品の購入、売却、予約、交換、又は償還をする権利を行使すること、又は行使しないこと」のうちの「一つを実行することの推奨を構成していなければならない」等との定義がなされている。

17) 金融ポートフォリオマネジメントとは、定義規定である2018年証券取引法2条8項第一文7号によれば、「単独の又は複数の金融商品に支出された資産を、他者のために、決定裁量を伴い管理すること」をいう。

知識、経験、財産状態、投資目的を踏まえ、推奨内容等が顧客属性に適合的かを判断する義務が業者に課せられている（以下では、「適合性審査義務」とする）。

次に、第一層の規制に服するサービス以外を顧客に提供する場合、すなわち、投資助言及び金融ポートフォリオマネジメント以外のサービスを顧客に提供する場合に対する規制が存在する（第二層；旧法 31 条 5 項・2018 年証券取引法 63 条 10 項）。これは、投資勧誘行為を前提としない規制であり、投資仲介業務に原則として妥当するという意味で、我が国における勧誘規制法理としての適合性原則とは異質の、勧誘規制を目的とはしない適合性原則との類似性を見出すことができる。その内容の詳細は次章において検討するが、顧客の知識及び経験を踏まえ、顧客注文の対象となっている商品等のリスクを顧客が理解できるかを審査する義務が業者に課せられている（以下では、「適格性審査義務」とする）。この第二層の規制に服するのは、助言業務の提供を行わない、仲介業務に徹する業者であり、ドイツにおけるディスカウントブローカー¹⁸⁾、我が国におけるネット証券会社である。

最後に、一定の複雑でない金融商品の取引を顧客が主体的に行う場合には、適格性審査が行われないことを顧客に明確に通知することにより、第二層の適格性審査義務の適用が除外されることが認められている（第三層；旧法 31 条 7 項・2018 年証券取引法 63 条 11 項¹⁹⁾）。この第三層は、第二層の例外と位置付けることができ、

18) 旧法下の文献であるが、参照、Andreas Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2009, § 31, Rn. 295-298; Kay Rothenhöfer, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarkt rechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 31, Rn. 297.

19) この適格性審査を排除し得る第三層の領域の確定は重要であるが、本稿の関心から外れるため、以下では、規定を記述するに留める。2018 年証券取引法 63 条 11 項は、次のように規定する。

【2018 年証券取引法 63 条 11 項】

第 10 項に基づく義務は、以下の各号を満たす場合には適用しない。

1 号：証券サービス業者が、顧客の指示により、以下に関して、金融委託売買業務、自己勘定取引、締結仲介、投資仲介を提供する。

a) 資産投資法 1 条 3 項の意味における代替投資ファンドの株式及びデリバティブを組み込んだ株式を除く、組織化された市場、それと同等の第三国市場又は多角的取引システムにおいて取引が認められた株式

b) デリバティブが組み込まれたもの及び顧客が付随するリスクを理解することを困難にするような構造を有するものを除く、組織化された市場、それと同等の

第二層は、この第三層の適用がない限り、業者に常に伴うこととなる。

以上が、旧法及び2018年証券取引法に共通する、ドイツ法における三層構造²⁰⁾の姿である。

第三節 小括

このように、ドイツでは、業法たる証券取引法において、我が国における勧誘行為の大部分が該当する「助言」が行われない場面においても、顧客の知識及び

↳ 第三国市場又は多角的取引システムにおいて取引が認められた債券及びその他の証券化債務

c) デリバティブが組み込まれたもの及び顧客が付随するリスクを理解することを困難にするような構造を有するものを除く、短期金融市場商品

d) 規制 (EU) No. 538 / 2010 第 36 条 1 項第二文に規定された仕組み OGAW (譲渡可能証券への集団投資事業) を除く、資産投資法 1 条 2 項の意味における OGAW の持分又は株式

e) 満期前解約の収益リスク又は費用を顧客が理解することを困難にするような構造を有するものを除く、仕組み預金

f) 委任規則 57 条に掲げられた基準を満たす、本項の対象となるその他の複雑でない金融商品

2号：証券サービス業者が、証券サービスを、第2条7項2号に規定された証券付随サービスとしての与信と共に提供しない。ただし、既存のローンの与信限度額の利用である場合、又は、現在の口座の契約関係において貸主が借主に特定の金額まで借り越す(当座借越)権利を付与する方式で与えられていた既存のローンの与信限度額の利用である場合、又は、当座借越が与えられてはいないが、現在の口座契約の条項において貸主が借主に借り越しを許容し、かつ、借り越しに対して契約上合意された料金を請求するような方式で与えられていた既存のローンの与信限度額の利用である場合を除く。

3号：第10項の意味における適格性審査が行われないことにつき、証券サービス業者が顧客に明確に通知する。この通知は標準化された形式で行われることができる。

20) 正確には、旧法と2018年証券取引法との間には、第三層において取引可能な金融商品の限定という相違があり、それゆえ、第二層の原則化が強化されている。ただ、三層構造を採用していることそれ自体は、旧法と2018年証券取引法において共通している。なお、2018年証券取引法には、旧法と共通し、一定の資産投資に関して、投資上限額を定める規制が存在し(旧法31条5a項、2018年証券取引法65条)、また、2018年証券取引法では、類似の規制の適用範囲が一定の証券投資にも拡張されている(2018年証券取引法65a条)。これらについては、本稿の検討対象からは除外し、別稿において検討を行う。

経験に照らし、顧客のリスク理解力を評価することを内容とする適格性審査義務が業者に原則として課せられている。これは、勧誘規制法理としての適合性原則とは異質な、取引それ自体の適正化を意図する非勧誘規制法理としての適合性原則がドイツ法において存在し、かつ、取引一般において原則として妥当していることを意味する。そこで、その義務の姿を明らかにすることは、我が国におけるネット証券会社に対しても射程を持つ非勧誘規制法理としての適合性原則等の現状を相対化する上で、一つの参考となるであろう。次章では、まず、2018年証券取引法等の規定内容から、この適格性審査義務の内容を確認しよう。

第二章 2018年証券取引法における適格性審査義務

第一節 はじめに

本章では、2018年1月3日に施行された²¹⁾今日のドイツ証券取引法における適格性審査義務の内容を検討する。この2018年の証券取引法改正は、同時に施行された新たなMiFID IIをドイツ国内法化するために行われたものである。従来のドイツ証券取引法における適格性審査義務を定めていた、旧法31条5項に対応する規定は、2018年証券取引法63条10項に設置されている。本章では、まず、2018年証券取引法63条及び同条が実施するMiFID IIの規定の内容を確認し、次いで、同条10項4文等が適格性評価についての義務の詳細の規定を委ねる、EU委員会委任規則2017/565（以下では、単に「委任規則」²²⁾とする）54条から56条の内容を確認し、適格性審査義務の詳細を把握する。以上を通じて、2018年証券取引法及び委任規則における適格性審査義務の内容及び水準を確定する。

21) 2018年1月3日以降も、ドイツ証券取引法は今日に至るまで数回の改正を経ているが、本稿の最大の関心事である、適格性審査に関する2018年証券取引法63条10項に変更はない。

22) COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

第二節 2018年証券取引法における適格性審査義務

1. 2018年証券取引法 63条 10項及び 13条 6号

2018年証券取引法 63条（一般的行為規則：法規命令制定権付与）は、その 10項において、以下のように規定する。

【2018年証券取引法 63条 10項】

第一文：証券サービス業者は、投資助言又は金融ポートフォリオマネジメントを除く証券サービスを提供する前に、顧客に対する金融商品又は証券サービスの適格性（Angemessenheit）を判断するために必要な範囲で、当該顧客の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知識及び経験についての情報を入手しなければならない。

第二文：第9項が規定する複合サービス又は複合商品が顧客注文の対象である場合、証券サービス業者は、複合取引全体が顧客にとって適格的か否かを判断しなければならない。

第三文：証券サービス業者が、第一文に従って入手した情報に基づいて、顧客に求められた金融商品又は証券サービスが当該顧客に不適格（nicht angemessen）であるとの見解に至った場合、証券サービス業者はその旨を当該顧客に対して指摘（hinweisen）しなければならない。

第四文：証券サービス業者が必要な情報を入手しなかった場合、証券サービス業者は、第一文が規定する適格性判断は不可能であることを当該顧客に対して通知（informieren）しなければならない。

23) 2018年証券取引法 63条 9項は、以下のように規定している。

【2018年証券取引法 63条 9項】

第一文：証券サービス業者が、包括的パッケージとして証券サービスをその他のサービス又は商品と共に提供する場合、または、証券サービスやその他のサービスの提供又はその他の商品に関する取引の提供が、その他の構成要素を実行するための又はその他の契約を締結するための必要条件となる場合、証券サービス業者は、異なる構成要素を別個にでも購入することができるか否かを顧客に情報提供しなければならない。かつ、それぞれの構成要素の費用及び手数料を顧客に別個に示さなければならない。

第二文：包括的パッケージ又は包括的契約に伴うリスクが、包括的パッケージ又は包括的契約の個々の構成要素に伴うリスクとは異なる可能性がある場合、証券サービス業者は、一般顧客に対して、個々の構成要素、個々の構成要素に伴うリスク及びそれらの相互作用がリスクにどのように影響を及ぼすのかにつき適切な方式で情報提供をしなければならない。

第五文：適格性及び適格性の判定に関連して適用される義務に関する詳細は、委任規則 55 条及び 56 条に規定する。

第六文：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 (standardisierter Form) で履行することができる。

この 2018 年証券取引法 63 条 10 項は、前述の通り旧法 31 条 5 項に対応しており、²⁴⁾ MiFID II ²⁵⁾ 25 条 3 項を実施する規定となっている。²⁶⁾ 2018 年証券取引法 63 条

24) BT-Drucks. 18/10936, S. 234 がこれを前提としている。

25) MiFID II 25 条 3 項は、以下のように規定する。(なお、以下では、ドイツ証券取引法における「金融ポートフォリオマネジメント」を MiFID II 及び委任規則を参照する際には、それらのドイツ語テキストの標記に従い、「ポートフォリオマネジメント」と表記する。同様に、ドイツ証券取引法における「証券サービス業者」、「証券サービス」を、MiFID II 及び委任規則を参照する際には、「証券業者」、「金融サービス」と表記する。ただし、「金融サービス」に関しては、「Finanz」ではなく「Wertpapier」が用いられている場合については、「証券サービス」と表記する)。

【MiFID II 25 条 3 項】

第一文：加盟国は、証券業者が第 2 項に規定された金融サービス (筆者注：投資助言及びポートフォリオマネジメントを指す。この規定内容は、後掲注 (36) において掲載する) 以外の金融サービスを提供する場合、証券業者が想定される証券サービス又は商品が当該顧客に対して適格 (appropriate) であるか否かを評価することができるように、証券業者は、顧客又は見込み顧客に対して、提供される又は要求された特定の種類の商品又はサービスに関する投資分野についての当該個人の知識及び経験にかかる情報を提供するように求めることを確保しなければならない。24 条 11 項に従って一括サービス又は商品が想定される場合には、この評価は、一括とされたパッケージが総体において適格か否かを考慮しなければならない。

第二文：証券業者が、第一文に従って受領した情報に基づいて、当該商品又はサービスが当該顧客又は見込み顧客に不適格であると判断した場合、証券業者は、顧客又は見込み顧客に指摘 (Hinweis) しなければならない。この指摘は、標準化された書式で提供されてもよい。

第三文：顧客又は見込み顧客が、第一文に規定された情報を提供しない場合、又は、自身の知識及び経験に関して不十分な情報を提供する場合、証券業者は、顧客又は見込み顧客に対して、想定される証券サービスや商品が当該顧客又は見込み顧客に適格的か否かを判断できる立場に証券業者がないことを指摘しなければならない。この指摘は、標準化された書式で提供されてもよい。

なお、MiFID II 25 条 3 項第一文が言及する同 24 条 11 項は、「投資サービスが、パッケージの一部として又は同一の契約あるいはパッケージの条件として他のサービス又は商品と共に提供される場合」に関する規定である。

26) Vgl. BT-Drucks. 18/10936, S. 234.

10 項の説明として、立法資料には、次の二点に関する言及が見られる。第一に、旧法 31 条 5 項における適格性審査の規制は、複合取引に対しても拡張されている²⁷⁾。これは、複合取引も、2018 年証券取引法 63 条 10 項が掲げる投資助言又は金融ポートフォリオマネージメント以外の対象であり得ること、そして、これが MiFID II 25 条 3 項の準則であることを理由するとされている²⁸⁾。第二に、旧法 31 条 5 項第二文が廃止されたことが指摘されている²⁹⁾。これは、旧法 31 条 5 項第二文が、MiFID 実施指令³⁰⁾36 条 1 号に基づくものであり、将来における準則は、直接的に適用される規定である委任規則 56 条に委ねることを理由とされている³²⁾。これを規定するのが、前述の 2018 年証券取引法 63 条 10 項第五文である。なお、本稿が検討対象とする適格性審査に関する法規命令権限付与は、この 63 条 10 項第五文のほかに、63 条 13 項 6 号においても規定されている。これについても、以下で確認をしよう。

【2018 年証券取引法 63 条 13 項】

1 項から 3 項、6 項、7 項、10 項及び 12 項に関するより詳細な規定は、委任規則に委ねる。特に、

1 号～5 号：(略)

6 号：10 項に従って顧客から取得しなければならない情報の性質、範囲、及び基準は、54 条から 56 条まで。

このように、2018 年証券取引法 63 条は、その 10 項と 13 項において、適格性審査義務の詳細に関する規定を、委任規則 54 条・55 条・56 条に委ねている。では、委任規則において、適格性審査をめぐる義務の詳細は、どのように規定され

27) Vgl. BT-Drucks. 18/10936, S. 234.

28) Vgl. BT-Drucks. 18/10936, S. 234.

29) 旧法と 2018 年証券取引法の比較は、次節において行うため、本節においては、旧法の規定を参照しない。

30) Vgl. BT-Drucks. 18/10936, S. 234.

31) COMMISSION DIRECTIVE 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

32) Vgl. BT-Drucks. 18/10936, S. 234.

ているのであろうか。以下で確認しよう。

2. 委任規則 54 条・55 条・56 条

まず、2018 年証券取引法 63 条 13 項 6 号が、適格性審査に際して顧客から取得しなければならない情報の性質、範囲、基準の詳細に関する規定を委ねる、委任規則 54 条から確認しよう。同条の見出しは、「適合性評価及び適合性レポート」であり、一見すると、投資助言又はポートフォリオマネージメントサービスを提供する際に適用される規定であって、これら以外のサービスを提供する際に要求される適格性審査に関する規定ではないように見える。しかし、同条 7 項に関しては³³⁾、適合性審査及び適格性審査に共通して妥当する規定も含まれていると解することができ、2018 年証券取引法 63 条 13 項 6 号はこれらを指しているものと考えられるため³⁴⁾、以下で確認をする。

【委任規則 54 条 7 項】

第一文：証券業者は、顧客又は見込み顧客について収集された情報の信頼性を確保するために、合理的措置を講じなければならない。この措置には、以下のものが含まれるが、以下に限定されないものとする。

- a) 正確で最新の情報を提供することの重要性を顧客が認識することを確実にすること
- b) リスク評価プロファイリングツール又は顧客の知識及び経験を評価するためのツールのような適合性評価の過程で用いられる全てのツールが、目的に合致しており、また、顧客による使用に適切に設計されており、また、あらゆる限界が特定されており、かつ、適合性評価の過程において、積極的

33) 正確には、プロ顧客につき、プロとして区分されている商品、取引、サービスについて、関連するリスクを理解するために必要な知識及び経験を有しているとみなしてよいことを規定する 2 項第一文と、顧客が法人又は 2 名以上の自然人からなるグループまたは 1 名以上の自然人が他の自然人によって代理される場合につき、誰が適合性評価の対象となるべきかにつき方針の策定と実施等を要求する 6 項第一文も、適合性評価及び適格性評価に共通するが、本稿の主目的との関連性が薄いため、省略する。

34) Ingo Koller, in: Assmann / Uwe H. Schneider / Mülberr, Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Aufl. 2018, § 63, WpHG. Rn. 173; § 64, WpHG. Rn. 24ff. でも同様の理解が前提とされている（正確には、委任規則 54 条 7 項と、7 項が言及する同条 2 項についての言及がなされている）。

に当該限界が軽減されるように設計されていることを確実にすること

c) 過程において用いられる質問が、顧客によって理解されそうであり、顧客の目的及びニーズを正確に反映させるものであり、かつ、適合性評価を実施するために必要な情報を獲得するものであることを確実にすること

d) 必要に応じて、明らかな不正確性が顧客によって提供された情報に存在しないかを検討することなど、顧客情報の一貫性を確保するための措置を講じること

第二文：証券業者は、継続的助言又はポートフォリオマネージメントサービスの提供のような、顧客との継続的関係を持つ場合には、第2項³⁵⁾における要請を履行するために必要な範囲で、顧客に関する情報の妥当性及び更新を維持するための適切な方針及び手続きを有し、かつ、実施可能でなければならない。

次いで、委任規則 55 条を確認しよう。同条の見出しは、「適合性評価、適格性評価に共通の規定」である。

【委任規則 55 条】

1 項：証券業者は、投資分野に関して、顧客の種類、提供され得るサービスの種類及び規模、検討されている商品又は取引の種類やそれぞれに伴う複

35) 委任規則 54 条 2 項は、以下のように規定する。

【委任規則 54 条 2 項】

第一文：証券業者は、顧客に提供される投資助言又はポートフォリオマネージメントサービスの全ての特色を考慮して、顧客から収集される情報の範囲を決定しなければならない。

第二文：証券業者は、顧客又は見込み顧客から、業者が顧客に関する本質的な事実を理解するために必要な情報を取得し、提供されるサービスの性質と範囲について十分に考慮した上で、推奨される特定の取引又は提供するポートフォリオマネージメントサービスの中に組み込まれる特定の取引の決定に際して合理的基準を備えなければならない。これらは、以下の基準を満たさなければならない。

- a) 顧客のリスク許容度を含む当該顧客の投資目的に適合している
- b) 顧客の投資目的と合致する関連する投資リスクを顧客が財政的に負担可能である
- c) 取引又は顧客のポートフォリオマネージメントに関連するリスクを理解するために必要な知識及び経験を顧客が有している

雑さ及びリスクに応じて適切な範囲で、以下の事項を含む投資分野に関する顧客又は見込み顧客の知識及び経験に関する情報を取得しなければならない。

- a) 顧客が精通しているサービス、取引、金融商品の種類
- b) 顧客の金融商品取引の種類、規模、頻度、及び取引が行われた期間
- c) 顧客及び見込み顧客の教育水準及び職業又は重要な過去の職業

2 項：証券業者は、顧客又は見込み顧客が、MiFID II 25 条 2 項³⁶⁾及び 3 項の目的のために必要な情報を提供することを妨げてはならない。

3 項：証券業者は、顧客又は見込み顧客によって提供された情報に依拠する権利を与えられるものとする。ただし、当該情報が、明らかに古い、不正確、不完全であることを認識していた場合又は認識すべきであった場合はこの限りではない。

次いで、委任規則 56 条は、以下のように規定する。同条の見出しは、「適格性評価及び付随する記録保存義務」である。

【委任規則 56 条】

1 項一文：証券業者は、MiFID II 25 条 3 項に規定されたとおり、証券サービスが顧客に対して適格か否かを判断する際に、提供される又は要求さ

36) MiFID II 25 条 2 項は、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行為規則を定めたものであり、以下のように規定する。

【MiFID II 25 条 2 項】

第一文：投資助言又はポートフォリオマネジメントを提供する場合、証券業者が、当該顧客又は見込み顧客に適合した、とりわけ、当該顧客又は見込み顧客のリスク許容度及び損失負担能力に合致した証券サービス及び金融商品を推奨することを可能とするために、証券業者は、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する投資分野についての知識及び経験、損失負担能力を含む当該個人の財産状態、リスク許容度を含むその者の投資目的について必要な情報を取得しなければならない。

第二文：加盟国は、証券業者が 24 条 11 項に従って一括とされたサービス又は商品のパッケージを推奨する投資助言を提供する場合、一括とされたパッケージが総体において適合していることを確保しなければならない。

なお、MiFID II 24 条 11 項は、前掲注 (25) で見たとおり、「投資サービスが、パッケージの一部としてあるいは同じ契約又はパッケージの条件としてその他のサービス又は商品とともに提供される場合」に関する規定である。

れた商品又は投資サービスに付随するリスクを理解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を判断しなければならない。

同項二文：証券業者は、顧客がプロ顧客として分類された特定の証券サービス又は取引あるいは特定の種類の取引又は商品に付随するリスクを理解するために必要な経験及び知識を、プロ顧客が有しているとみなす権利を与えられるものとする。

2項：証券業者は、実施された適格性評価の記録を保存しなければならない。これには、以下が含まれなければならない。

a) 適格性評価の結果

b) 証券サービス又は商品の購入が顧客にとって不適格である可能性がある³⁷⁾と判断された場合については、顧客に与えられた指摘、顧客が当該指摘にも関わらず取引を続行することを求めたか否か、及び、該当する場合には、取引を続行するという顧客の要求を証券業者が受け入れたか否か

c) 証券業者が適格性評価を行うことを可能とするための十分な情報を顧客が提供しなかった場合については、顧客に与えられた指摘、顧客が当該指摘にも関わらず取引を続行することを求めたか否か、及び、該当する場合には、取引を続行するという顧客の要求を証券業者が受け入れたか否か

以上が、2018年証券取引法及び同法が義務の詳細の規定を委任する委任規則の条文にみる適格性審査義務の内容である。次いで、その内容と特徴を旧法との対比で検討しよう。

第三節 旧法との対比における2018年証券取引法上の適格性審査義務の概要

1. 審査の対象

まず、旧法下と同様³⁸⁾、2018年証券取引法においても、適格性審査の対象は、

37) この「指摘」は、英語版のMiFID II及び委任規則では「Warning（警告）」とされている一方、ドイツ語版のMiFID II及び委任規則では「Hinweise（指摘）」とされている。

38) この点は、旧法31条5項から変更はない。同項第一文と、同条11項により行為規則の詳細を定める権限を委譲されていた連邦金融監督庁による旧証券サービスの行為及び組織命令（以下「旧命令」とする）6条2項は、それぞれ次のように規定していた。

【旧法31条5項】

顧客の知識及び経験³⁹⁾のみに及んでいる。この審査項目の「限定」は、本稿の分析対象からは外れるが、投資助言及び金融ポートフォリオマネージメントを提供する際の顧客調査の範囲との対比において、明らかである。投資助言等に際しての顧客属性調査に際しては、知識、経験に加え、投資目的及び財産状態が顧客調査の対象とされているためである。このように、2018年証券取引法⁴⁰⁾においても、旧法下と同様、適格性審査義務は、その審査の前提となる顧客属性調査の段階において、適合性審査義務（を履行するための前提となる顧客属性調査）との対比で、義務内容が低減されている。

また、適格性審査義務の履行の前段階で取得すべき顧客情報も、旧法との間に大きな変更はない。顧客が精通しているサービス、取引及び金融商品の種類、顧客の金融商品取引の種類、量及び頻度並びにそれらが行われてきた期間、そして

▼ 第一文：4項に掲げられた証券サービス（筆者注：投資助言又は金融ポートフォリオマネージメント）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。

【旧命令6条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及びリスクに応じて必要な範囲で、以下の申告。

- 1号：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号：顧客の従来³⁹⁾の金融商品取引の種類、規模、頻度及び期間
- 3号：顧客の専門教育並びに現在及び主要な以前の職業上の任務

39) Vgl. Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG, Rn. 132. 旧法下につき、参照、Fuchs, a. a. O. (Fn. 18), § 31, Rn. 312.

40) 投資助言及び金融ポートフォリオマネージメントに関する行為規制の特則を定める2018年証券取引法64条3項は以下のように規定する。

【2018年証券取引法64条3項】

第一文：証券サービス業者は、顧客に対して、顧客に適合し、かつ、特に顧客のリスク許容性及び損失負担能力に合致する金融商品又は証券サービスを推奨することができるために必要である以下の全ての情報を顧客から取得しなければならない。

- 1号：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
- 2号：顧客のリスク負担能力を含む顧客の財産状態
- 3号：顧客のリスク許容度を含む顧客の投資目的

顧客の教育水準及び職業又は主要な以前の職業である（委任規則 55 条 1 項）。

2. 適格性評価の基準

次に、適格・不適格を分ける基準を確認しよう。これも旧法と同様⁴¹⁾、提供される又は要求された商品又は投資サービスに付随するリスクを理解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によって決せられる。なお、2018 年証券取引法においては、前述の通り、複合商品又はサービスが顧客注文の対象である場合、複合取引全体としての適格性判断が必要とされることを明記している⁴²⁾。

この適格性評価の判断指標が、適合性評価の判断指標との対比で限定されている（後者とは異なり、前者は、当該顧客の財産状態及び投資目的が評価の指標として組み込まれていない）ことの帰結として、適格性評価に際しては、顧客注文の対象となっている金融商品のリスクを、当該顧客が理解できるかを審査すれば足り、適合性評価において求められる当該商品又はサービスが顧客のリスク負担能力を含む顧客の財産状態及び顧客のリスク許容度を含む顧客の投資目的との関係で適格か否かを判断する必要はない。このように、2018 年証券取引法の下でも、適合性審査と適格性審査は、その内容を明確に異にするものであり、適合性審査との対比で適格性審査は、要求されている内容が低度である点に特色があることにつき、旧法との間に相違点はない。

なお、適格性評価と関連して、2018 年証券取引法では、適格性審査結果の記録の保管が委任規則において義務付けられている（委任規則 56 条 2 項 a 号⁴³⁾）。

41) 旧法 31 条 5 項は、第二文において以下のように規定していた。

【旧法 31 条 5 項】

第二文：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。

42) 例えば、他社株転換社債は、投資者側から見た際の実態は、発行体の社債の購入と転換の対象となる他社株のプットオプションの売りである。この二つが結合することによるリスクを理解するために必要な知識及び経験を有するか否かが問われることになる。

43) この趣旨は、2018 年証券取引法 83 条（記録及び保存）を見る限り、連邦政府が、証券取引法 63 条以下の行為義務、組織義務、透明性義務を定める同法 11 章に規定された義務等の遵守を検証し、実施することを可能とするためのものである。

3. 不適格との評価に至った場合又は評価が不能の場合に求められる対応

適格性評価を実施した結果、顧客が求めた金融商品又は投資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業者に求められる態様は、旧法下と同様⁴⁴⁾、不適格であることの指摘である。また、顧客が適格性評価に必要な情報を提供しなかった場合を主として念頭に置いている規定であると解されるが、業者が適格性評価に必要な情報を取得しなかった場合に要求されているのは、旧法下と同様⁴⁶⁾、適格性評価が不能である旨の通知である。これらは、文言上は、指摘 (hinweisen)・通知 (informieren) であるが、旧法においても、これらは警告 (Warnhinweise/Warnung) と解されており⁴⁷⁾、2018 年証券取引法下でも、警告 (Warnung) と解されている⁴⁸⁾。それゆえ、以下では、「警告」と記述する。

この警告を、業者は標準化された形式で履行することが認められており、この点についても旧法と同様である⁴⁹⁾。

なお、2018 年証券取引法は、不適格である、あるいは適格性評価を実施できない旨の警告を発した場合、その警告、当該警告を受け顧客が取引の続行を求め

44) 旧法 31 条 5 項第三文は、次のように規定していた。

【旧法 31 条 5 項】

第三文：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。

45) Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG. Rn. 138 においても、同様の理解が前提とされている。

46) 旧法 31 条 5 項第四文は、次のように規定していた。

【旧法 31 条 5 項】

第四文：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。

47) Vgl. Fuchs, a. a. O. (Fn. 18), § 31, Rn. 285 ; Ingo Koller, in : Assmann / Uwe H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 6. Aufl. 2012, § 31, Rn. 174.

48) Vgl. Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG. Rn. 138. また、英語版委任規則においては、「warning (警告)」と表現されていることは、前述の通りである。

49) 旧法 31 条 5 項第五文は、次のように規定していた。

【旧法 31 条 5 項】

第五文：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。

たか否か、及び、取引の続行を顧客が求めた場合にはその要求を業者が受け入れたか否かの記録が保存されなければならないことが、委任規則で義務付けられている（委任規則 56 条 2 項）。

かかる条文の規定からは、警告を発した後、顧客が取引の続行を希望した場合、業者が、これを受け入れる場合と受け入れない場合とがあることが前提とされているものと考えられる。この点においても、適合性評価に際しては、適合性が肯定される商品等のみ推奨を行うことができ、また、適合性が肯定される取引のみを金融ポートフォリオマネージメントの枠組みにおいて行うことができるとされていることは質的に異なる⁵⁰⁾。

もっとも、この点につき、ドイツにおいては、適格性審査において、顧客に提供され又は要求されたサービスが顧客のリスク受容性に最適に合致しているか否かは原則的に重要ではないとしつつ、他方で、このことが、証券サービス業者は自身の顧客の最善の利益となるよう行為をしなければならないという事情を変更することもない、との指摘がみられる⁵¹⁾。これは、警告後に顧客が取引継続を望んだ場合に、2018 年証券取引法 63 条 1 項⁵²⁾に基づく業者の義務との関係において、当該注文受託の拒絶等⁵³⁾をしなければならない場合があり得るとの立場をとることを示唆するものである。このように、警告を発した後に顧客が取引の続行を望ん

50) 投資助言及び金融ポートフォリオマネージメントに関して、2018 年証券取引法 64 条 3 項第二文は、次のように規定する。

【2018 年証券取引法 64 条 3 項】

第二文：証券サービス業者は、顧客から取得した情報に照らして適合する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でき、また、金融ポートフォリオマネージメントの枠組みの中で、顧客から取得した情報に照らして適合する取引のみを行うことができる。

51) Vgl. Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG. Rn. 133.

52) 2018 年証券取引法 63 条 1 項は、以下のように規定する。

【2018 年証券取引法 63 条 1 項】

証券サービス業者は、顧客の最善の利益に従い、誠実に、公正に、かつプロとして証券サービス及び証券付随サービスを提供する義務を負う。

53) 実際、Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG. Rn. 136 では、不適格である旨の警告と共に、証券サービス業者が注文を拒否し、そして注文の差替えの決定を委ねること等も考えられることを指摘する（ただし、この記述において、明示的に顧客の最善の利益に従う義務から派生するとは言及されていない）。

だ場合について、業者に注文受託の拒絶等が求められるとする見解があることに留意しつつ、次に、2018 年証券取引法及び委任規則における適格性審査義務の水準を確認しよう。

第四節 2018 年証券取引法上の適格性審査義務の水準

1. はじめに

前節において検討した、2018 年証券取引法における適格性審査義務の概要を要約するならば、次のようになる。2018 年証券取引法における適格性審査義務は、顧客の知識及び経験に照らし、顧客注文の対象となっている商品等のリスクを当該顧客が理解可能かを審査することを内容としていた。また、その審査の前提として求められる顧客属性調査においては、当該顧客がいかなる種類の金融商品に精通しているのか、また、いかなる種類の金融商品取引をどの程度の期間にわたり、どの程度の頻度及び規模で行ってきたのかを把握することが求められていた。また、これらの義務内容は、適合性審査義務とは明確に異なり、また、適合性審査義務との対比では、低水準の義務とされていた。そして、不適格な取引に関してその旨の「警告」を行う義務が課せられている点でも、不適合な商品等の推奨が認められていない適合性評価義務とは質的に異なるものであった。ただし、この点に関しては、2018 年証券取引法 63 条 1 項に基づく義務との関係で、警告にも関わらずなお顧客が取引続行を希望してきた場合に、取引拒絶等の措置が求められる場合があるとの見解がドイツにおいては存在した。

以上を踏まえ、本節の関心事は、かかる適格性審査義務のより具体的な内容、より具体的な義務水準の解明である。これは、以下の点において問題となる。

まず、2018 年証券取引法における適格性審査義務が、何を適正化しようとしているのが問題となる。すなわち、取引開始の適正化を目的とする義務であるのか、それとも、取引開始後に下される顧客の個々の投資判断の内容の適正化を目的とする義務であるのが問題となる（以下では、前者を「取引開始規制」、後者を「受託規制」とする）。適格性審査義務がこのいずれの規制を目的とするのかにより、審査の前提となる顧客属性調査の精度、審査の対象、顧客情報の更新の頻度という三要素が以下のように規律されることとなると考えられる。

第一に、2018 年証券取引法における適格性審査義務が取引開始規制を目的とする法制度である場合、顧客の知識及び経験に関する顧客属性調査において要求

される水準は、必然的に高度とはならない。ある種類の金融商品の取引を開始する適格性を肯定できるに足る知識及び経験を有するかを確定するにあたり、顧客の知識及び経験を詳細なレベルで把握する必要性は必ずしもないためである。例えば、株式の信用取引の取引開始基準として、現物株式取引経験が3年以上あり、毎年の取引回数の平均が5回以上あることを条件として設定した場合、株式の取引経験年数と、取引回数を調査すれば足り、それを越えて、いかなる銘柄の株式にどの規模で取引を行ってきたのかという取引履歴を調査する必要はない。また、適格性審査義務が取引開始規制を目的とする法制度である場合、審査の対象は、取引開始の適格性であり、取引開始後の個々の顧客注文の内容の適格性は審査の対象とならない。それゆえ、ある種類の金融商品の取引開始時点において、当該顧客の取引開始適格性が肯定された場合、その後の顧客の当該種類の金融商品に対する個々の具体的投資判断は審査の対象とはならない。個々の注文に際して審査がなされるとしても、それは、顧客注文の対象となっている商品が、当該顧客が適格性を有すると判断された金融商品の種類に属するかの確認のみが問題となる。最後に、適格性審査義務が取引開始規制である場合には、顧客情報の更新を要する頻度は、ある時点において、その時点で取得された顧客情報に基づき、ある種類の金融商品取引開始の適格性を有すると判断された後、適格性を肯定する顧客の知識及び経験が失われる、あるいは、(適格性を維持できないレベルに)薄まる可能性がある期間の経過後となる。

第二に、2018年証券取引法における適格性審査義務が受託規制を目的とする法制度である場合には、まず、顧客の知識及び経験に関する顧客属性調査において要求される水準は、不可避免的に高度となる。なぜなら、従前の具体的取引内容やその規模に関する履歴を取得するか、あるいは、当該種類の金融商品内部において、ボラティリティーや業種等を指標として、詳細な種類分け(以下、「細目」とする)をし、いかなる細目に属する銘柄に投資を行ってきたのかの情報を取得していない限り、顧客が下そうとしている具体的投資判断(具体的注文内容)が当該顧客に適格性を有するか(つまり、当該銘柄に特有のリスクを当該顧客が理解できるか)を判断することはできないためである⁵⁴⁾。また、適格性審査の対象は、顧

54) 例えば、株式につき、市場リスクを伴うものであり、日々上下に価格が変動すること、発行体が倒産した場合等には、投資資金全額の損失を被り得ることを理解できるか、と

客の具体的注文内容それ自体の適格性であり、個々の注文の度に審査を実施することを求められる。顧客情報の更新の頻度も、顧客の具体的注文内容の適格性を判断するためには、ある時点においてなされた情報取得後に積み重ねられ得る顧客の取引履歴を把握する必要があることから、狭い間隔⁵⁵⁾で定期的⁵⁵⁾に更新を行うことが要求される。

このように、適格性審査義務が取引開始規制を内容とするのか、受託規制を内容とするのかによって、要求される顧客属性調査の詳細度、適格性審査の対象、そして、顧客情報の更新を要する頻度といった要素が規律され、それらに伴い、適格性審査義務の水準は大きく異なることとなる。具体的には、適格性審査義務が取引開始規制を目的とする制度であるならば、口座開設時、又は各種の金融商品の取引開始時に、適格性を有する金融商品を特定しさえすれば、以後、基本的には、顧客注文の対象が、適格性を有する種類の金融商品の範囲内である限り、顧客注文の仲介に徹することができる。これに対して、適格性審査義務が受託規制を目的とする法制度であるならば、顧客注文の仲介に徹することは認められず、個々の顧客の注文内容に含まれるリスクの特質及び程度について顧客が理解可能であるかを、注文を受ける度に個別に審査しなければならないこととなる。⁵⁶⁾

、いうレベルではなく、A社という飲料メーカーは、気候によりその収益が大きく影響を受け、それに伴い株価にも影響が生じることを理解できるか、また、輸出企業のB社は、気候による株価の変動は見られないが為替の変動に株価が一定の連動を見せるということを理解できるか、あるいは、当該銘柄の過去のボラティリティーレベルを理解できるか、といったレベルにおいて、個別銘柄に関する適格性が問われることとなる。

55) 例えば、ある時点では、低ボラティリティーの銘柄の株取引のみを行っていた顧客が、その後、(他社において)平均的ボラティリティーの銘柄の株取引を行い、当該銘柄の株価の変動を体感した、という場合、平均的ボラティリティーの銘柄や高ボラティリティーの銘柄の受託に関する適格性審査を適切に行うためには、この新たな取引経験に関する情報取得が求められることとなる。

56) 投資助言業務における適合性審査においては、ある種類の金融商品取引に当該顧客が適合性を有するかを越えて、(顧客の財産状態や投資目的との関係で)推奨の対象となる銘柄選定に合理的根拠があるかが問われる場合が多いものと考えられる。例えば、極端に円建て資産に偏っている顧客から、新たな株式を購入することにより、これを是正したいとの相談を受け、当該顧客には株式取引の適合性があると判断した上で、輸出関連企業の株式の購入を推奨する場合と、輸入関連企業の株式を推奨する場合とでは、適合性の度合いに著しい相違が存するためである(拙稿:前掲注(7)「責任配分法理(3)」93頁以下において検討した助言義務に関するBond判決の示す準則に照らせば、)

次に、2018年証券取引法における適格性審査義務が取引開始規制であるのか、受託規制であるのかに関わらず、そのいずれであるにせよ、顧客提供情報の真実性確保のための措置は、どの程度の水準で要求されるのかにより、適格性審査義務の義務水準は、大きな影響を受けることとなる。

以下では、適格性審査義務が取引開始規制を目的とするものか、あるいは、受託規制を目的とするものであるのか、そして、適格性審査に際して、顧客提供情報の真実性を確保するための措置をいかなる水準で講ずべきことが求められているのかに焦点を当て、2018年証券取引法の具体的義務内容を明らかにする。我が国のネット証券会社と、従来のドイツにおけるディスカウントブローカーには、共通して、非対面取引及びサービスの標準化志向という特性が存在する。⁵⁷⁾前稿^④において論じたように、我が国の下級審判例の大勢は、勧誘規制法理としての適合性原則とは区別される取引開始規制法理としての適合性原則の存在と受託規制法理としての適合性原則の存在とを認める一方で、これらには、ネット証券会社の特性を害することのない低度の義務水準を設定していた。⁵⁸⁾すなわち、取引開始規制法理としての適合性原則については、顧客属性を大まかに把握できるフォーマットを用い、投資者に自己申告を求め、申告内容に照らして取引開始適合性を判断すれば基本的に足りるとされていた。⁵⁹⁾また、受託規制法理としての適合性原則については、証拠金の裏付けのない、あるいは極めて乏しい中での与信といった極めて例外的場面においてのみ機能し、その他の場面においては機能しないものとされていた。⁶⁰⁾本稿における関心事は、ドイツにおける適格性審査義務の目的

、後者の推奨を行うことは助言義務違反になるとさえいえる)。そしてこのことは、取引開始規制が、ある種類の株式の取引を行う適格性を問題とし、個別銘柄に応じた判断をしないという意味で、個別銘柄に応じた判断が必要になる「助言」とは明らかに異質であるのに対して、受託規制法理は、個別銘柄の適格性判断を（第二層において取引を行う限り）常に問われるという意味で、適格性審査義務が、「助言」に接近する。

57) ドイツにおけるディスカウントブローカーの特質に関しては、参照、拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」2頁以下。我が国のネット証券会社の特質に関しては、同68頁以下。

58) 拙稿・前掲注(7)「下級審判例」115頁以下。

59) また、申告内容の真実性の確認については、真実性を疑うべき特段の事情がない限り、不要であるとの立場が、下級審判例の大勢であった。参照、拙稿・前掲注(7)「下級審判例」120頁以下。

60) 関連して、資力の実質的調査は不要であり、入金された証拠金をもって、与信の上限

は、ネット証券会社及びディスカウントブローカーに共通する特性と両立するものとなっているのか、それとも、その特性を維持できないものとなっているのかにある。この点、適格性審査義務の目的に関しては、前稿⁶¹⁾において示したように、1995年ドイツ証券取引法下におけるディスカウントブローカーの(情報提供義務の前提となる)顧客属性調査は、上述の取引開始規制に対応するものであった。⁶²⁾すなわち、業者は、金融商品をリスクに応じて6クラス程度のリスククラスに分け、個々の顧客を口座開設時の顧客による申告をもとに特定のリスククラスに配属させ、当該リスククラスかそれより低順位のリスククラスに含まれる金融商品取引を顧客が注文した場合には、口座開設時の書面交付のみで説明義務の履行があったと認められていた。⁶³⁾この方式に関しては、1995年ドイツ証券取引法下におけるドイツにおいて、リスクグループが少なすぎることや、顧客の知識水準につき検証の機会がないこと等につき、批判的な見解が複数存在した。⁶⁴⁾もっとも、前稿⁶⁵⁾において検討したように、かかる方式は、2018年証券取引法と同様、三層構造及び第二層における適格性審査義務の法制度が整備された旧法下においても、基本的⁶⁶⁾に維持されていた。かかる審査の方式は、ドイツにおけるディスカ

を判断すればよいと解されていた。参照、拙稿・前掲注(7)「下級審判例」124頁。

61) この意味については、第4章において論じるが、1995年ドイツ証券取引法下においては、三層構造及び第二層における適格性審査義務の法制度が未だ整備されておらず、一律に、顧客調査義務及び顧客属性を踏まえた情報提供義務が規定されていた。

62) 拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」25頁以下。

63) この点に関しては、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)39頁以下において詳細な検討が加えられている。

64) Vgl. Markus Stöterau, Informationspflichten beim Wertpapierhandel nach § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG, 2003, S. 111; Thomas M. J. Möllers, in: Hirte / Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 31, Rn. 203.

65) 正確には、1995年ドイツ証券取引法下の実務においては、顧客属性調査の対象は、1995年ドイツ証券取引法下のガイドラインにおいて要求されていた顧客の知識及び経験のみならず、財産状態及び投資目的にも及んでいたが、旧法における三層構造の採用に伴い、第二層における適格性審査に際しての顧客属性調査の対象は、顧客の知識及び経験に限定された。この経緯に関しては、拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」20頁以下及び58頁。

66) 拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」54頁以下。Fuchs, a. a. O. (Fn. 18), § 31 Rn. 283では、顧客注文の金融商品が、顧客のリスククラス又はそれ以下のリスククラスに該当する場合には、ためらいなく簡単に実行がなされる。顧客のリスククラスよりも高

ウントブローカーの特質と両立可能なものであった。2018年証券取引法下においても、同様の審査が可能であるのか、それとも、適格性審査義務の目的が、受託規制に変更されるに至っているのかに着目し、顧客提供情報の真実性確保のために要求される措置を含め、以下で検討を加えよう。

2. 要求される顧客属性調査の詳細度

まず、適格性審査の前提として必要となる顧客の知識及び経験に関する顧客属性調査において、いかなる情報の取得が要求されているのかを確認しよう。顧客のリスク理解力を把握するために、顧客の知識及び経験につき情報取得が求められているのは、顧客が精通しているサービス、取引、金融商品の種類、そして、顧客が行ってきた金融商品取引の種類、規模、頻度、及び取引が行われた期間であった（委任規則55条1項）。これによれば、いかなる「種類」の金融商品等に精通しているのか、そして、いかなる「種類」の金融商品等の取引を、どの程度の期間にわたり、どの程度の規模及び頻度で行ってきたのかが、取得すべき顧客の知識及び経験の内容である。この規定内容からは、いかなる銘柄に投資を行ってきたのかの具体的取引履歴の把握や、ある種類の金融商品内部において個別銘柄をボラティリティー等に着目して細目化し、当該細目レベルにおいて知識及び経験を把握すべきという発想は見えない。もっとも、適格性審査の対象となる金融商品の種類や複雑さ及びリスクに応じて、取得されるべき顧客の知識及び経験に関する情報の範囲は異なることを委任規則55条1項が規定することには、注意を要する。

3. 適格性審査の対象——取引開始の適正化か、注文受託の適正化か

前述の通り、適格性審査義務が、取引開始規制を目的とする法制度か、受託規制を目的とする法制度かにより、適格性審査の対象は異なる。適格性審査義務が取引開始規制を目的とする場合、適格性審査の対象は、ある種類の金融商品取引を行う適格性を当該顧客が有するかであり、当該種類の金融商品の取引開始時に、適格性審査が実施され、適格性が肯定された場合には、以後の個別具体的投資判断に適格性審査を実施する必要はない（顧客注文の対象とされている金融商品が、当

ㄨ いクラスに対応する注文がなされた場合には、適切な警告と、取引の実行前に追加的な説明がなされなければならないとされている。

該顧客が適格性を有する種類の金融商品であるかの確認のみが問題となる)。これに対して、適格性審査義務が受託規制を目的とする場合、適格性審査の対象は、注文の対象となっている銘柄のリスクの個性・程度について当該顧客が理解可能であるかを注文を受ける度に審査することが求められることとなる。

この点、2018年証券取引法及び委任規則は、顧客注文の対象となっている金融商品の種類一般の適格性審査を要求しているのではないとする見解が存在する。この見解は、次のように説く。2018年証券取引法63条10項においても、また、MiFID II 25条3項1号においても、金融商品の「種類」に関する申告に焦点が合わされている。しかし、委任規則56条1項1号は、審査の対象を「提供される又は要求された商品又は投資サービス」と規定しており、「提供される又は要求された商品又は投資サービス『の種類』⁶⁷⁾」とは規定していない、と。この立場は、顧客注文の対象となっている個別銘柄及び規模毎に適格性が判断されるべきとの理解を示しているものと考えられ⁶⁸⁾、この見解においては、2018年証券取引法上の適格性審査義務は、受託規制を目的とする法制度であると位置づけられていると考えられる。前稿^④で分析したように、我が国においても、受託規制法理としての適合性原則の存在を肯定する立場が下級審判例の大勢を占める⁶⁹⁾。しかし、我が国の下級審判例の大勢において、受託規制法理としての適合性原則が機能するとされているのは、委託証拠金の裏付けを欠く、あるいは著しく不十分な状況下で与信がなされるといった例外的問題状況に限定されており、そのような例外的問題状況以外においては、受託規制法理としての適合性原則が機能することはないものとされている⁷⁰⁾。これに対して、上述のドイツにおける見解は、適格性審査義務を受託規制法理と位置付け、「第二層」においては、個々の顧客注文ごとに機能するものと理解していると分析することが可能である。かかる見解が妥当

67) Vgl. Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG, Rn. 133.

68) この見解の帰結として、一方で警告の数量を増加させるが、他方で、証券サービス業者があまりに広く種類又は種類の範囲付けを行ったとする非難に業者が「直面させられない(注:括弧による強調は本稿の筆者)」ため、業者は、その法的安定性を高めることができるとの主張がなされている。Vgl. Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG, Rn. 133.

69) 拙稿・前掲注(7)「下級審判例」123頁以下。

70) 拙稿・前掲注(7)「下級審判例」123頁以下。

である場合、ドイツにおける「第二層」においては、ある種類の金融商品の取引開始の適格性を審査した結果、適格性が肯定された場合において、当該種類の金融商品についての注文である限り、業者は、顧客の投資判断の仲介に徹することが認められておらず、個々の投資判断に内在する個別具体的リスクの個性及び程度について顧客が理解可能であるかを注文を受ける度に判断しなければならないこととなる。

しかし、このような状況を、おそらく2018年証券取引法は前提としていないものと考えられる。なぜなら、上述の通り、また、かかる見解自身も論じているように、顧客のリスク理解力を確定するために取得することが求められている顧客情報は、当該顧客がいかなる「種類」の金融商品につき知識及び経験を数するか、である。例えば、株式につき、種類ごとに、東証1部、2部、マザーズ、ジャスダックと4区分を設けて、どの株取引に精通しているか、そして、それぞれにつき、どのくらいの期間にわたり、どのくらいの頻度及び規模で取引を行ってきたかの申告が求められたとしよう⁷¹⁾。その結果、例えば、東証1部及び2部の株取引に精通しており、それぞれ10年の取引経験があつて、1年に平均10回程度、1回当たり平均50万円規模の取引を行ってきたとの回答があつたとしよう。この顧客情報をもとに、例えば、東証1部及び2部に属する個別銘柄のそれぞれの適格性（当該銘柄特有のリスクに関する理解力）をどのように評価するのが問題となるが、取得する顧客情報が、顧客が知識及び取引経験を有する金融商品の「種類」に限定されている限り、評価のしようがない。また、例えば、東証1部内部において、ボラティリティーレベルで個別銘柄を振り分けたとしても、当該顧客がどのボラティリティーレベルに属する銘柄の取引を行ってきたのかの情報が取得対象とされていない以上、過去の値動きの程度が示唆するリスクにつき理

71) なお、金融商品の「種類」の区分は、当該金融商品によって大きく異なり得ることを、本稿は自覚している。なぜなら、例えば、株式とは異なり、東証1部に属する企業の「社債」と一括りにすることはできない。その社債が、普通社債なのか、転換社債なのか、新株引受権付社債なのかにより、商品構造それ自体が大きく異なるためである。同様に、「投資信託」も一括りにすることは許されないはずである。当該投資信託が、いかなる運用方針を採用するものであるかにより、やはり商品構造が大きく異なるためである。本文の記述は、商品構造自体に相違はないように配慮された形での種類分けがなされた後の、各種類内部における個別銘柄を前提としている。

解できるかを問うことはできない。また、東証 1 部内部において、個別銘柄を業種別に区分し、当該業種の株式取引に関する適格性審査を行うことも、同様の理由からなし得ない。可能性としては、従来の取引の回数及び規模からみて、今回の顧客注文の規模が当該投資者のリスク負担力に合致するかを審査することは可能であるかもしれない。しかし、それは、当該顧客の財産状態及び投資意向に大きく左右されるため、顧客の知識及び経験のみから審査することはできず、それだけではなく、リスク理解力とは異なる要素を含めた適格性を問題としているため、適格性審査の内容からは外れてしまう。

以上からは、適格性審査義務は、受託規制を目的とする法制度ではなく、当該顧客が、当該種類の金融商品取引を行う適格性を有するか（当該種類の金融商品が内包するリスクを理解できるか）を問う、取引開始規制を目的とするものと理解せざるを得ない。これが、本稿の暫定的結論である。

4. 要求される顧客情報更新の頻度

どの時点に関する顧客の知識及び経験に照らして、適格性審査は実施されるべきか。顧客による自主的な自己情報の更新を常に可能にしておくことは実務上行われるものと考えられるが、問題は、顧客が情報の更新を自ら行わない場合に、業者側から顧客に情報の再提供を求め、再提供された情報に基づき適格性審査を行う必要性が生じるのはどの頻度かである。この点につき、委任規則 54 条 7 項第二文が継続的取引関係においては、「顧客に関する情報の妥当性及び更新を維持するための適切な方針及び手続きを有し、かつ、実施可能でなければならない」と規定し、また、委任規則 55 条 3 項が、当該顧客情報が、明らかに古い、不正確、不完全であることを認識していた場合又は認識すべきであった場合を除いて、顧客提供情報に依拠することを業者に認めている。この二つの規定からは、明らかに古い顧客提供情報に依拠した適格性審査を行うことは認められていないが、他方で、常に最新の情報によって適格性審査を行うことまでは要求されていないことがうかがえる。それゆえ、少なくとも、顧客情報が明らかに古くならないように顧客情報の更新が求められることは確かであるが、厳密にどの頻度の更新が求められるかは、規定上明らかではない。

しかし、上述の分析結果が正しい場合には、「明らかに古い」と評価されることがないようになされるべき顧客情報の更新の頻度は次のように定まることにな

る。すなわち、ある時点である種類の金融商品につき、当該顧客の適格性を肯定した場合には、顧客情報の更新が当該種類の金融商品に関して要求されるのは、適格性を肯定する基礎となった当該顧客の知識及び経験が失われる（あるいは適格性を否定すべき程度まで薄まる）⁷²⁾可能性が存する期間が経過した後となる。また、従前の取引関係において適格性を判断していない種類の金融商品の取引が開始される場合には、当該種類の金融商品について必要とされる範囲において知識及び経験に関する顧客情報の取得が求められている以上、当該種類の金融商品取引の適格性を判断するために必要な範囲の顧客情報が新規で取得されることが原則となろう。これに対して、適格性審査義務が受託規制に該当する場合には、前述の通り、当該顧客の投資銘柄に関する具体的取引履歴の更新が狭い間隔において定期に要求されることとなる。繰り返しとなるが、本章における分析を通じた暫定的結論は、前者が適格性審査義務の内容であるとするものである。

次に、適格性審査義務の内容が取引開始規制であれ、受託規制であれ、その義務水準に大きな影響をおよぼすこととなる、顧客提供情報の信頼性確保のために要求される措置の内容を確認しよう。

5. 要求される顧客提供情報の信頼性確保の措置

顧客提供情報につき、前述の通り、委任規則 55 条 3 項は、顧客又は見込み顧客によって提供された情報が、明らかに古い、不正確、不完全であることを認識していた場合又は認識すべきであった場合を除き、当該情報に依拠してよいことを業者に認めている。旧法では、実施指令 37 条 3 項⁷³⁾を受け、表現が異なるものの、顧客申告の不完全性又は誤りにつき業者に故意又はその不知につき重過失がない限り業者が責任を負担することはないとする類似の規定を置いていた。この

72) 例えば、信用取引に関する取引開始の適格性が認められ、口座が開設され、数回の取引が行われた後に、数年にわたり一度も口座の使用がなかった場合において、顧客から信用取引の注文がもたらされた場合などが考えられよう。

73) 実施指令 37 条 3 項は、次のように規定していた。

【実施指令 37 条 3 項】

投資業者は、顧客又は見込み顧客によって提供された情報に依拠する権利を与えられるものとする。ただし、当該情報が、明らかに古い、不正確、不完全であることを認識していたとき又は認識すべきであったときは、この限りではない。

74) 旧法 31 条 6 項は、次のように規定していた。

旧法下では、「明らかに古い、不完全、不正確であることを認識すべきであった場合」を、「重過失によって知らなかった場合」と表していたものと解され、この理解が妥当であるならば、⁷⁵⁾この点に関して、条文上は、旧法との間に法状況の変化はない。なお、実施指令 37 条 3 項は、一言一句委任規則 53 条 3 項に引き継がれているものであり、実施指令と委任規則間においては、規定上は、法状況に変化がないことは間違いない。

この委任規則 55 条 3 項を前提とするならば、顧客提供情報の「明らかな不完全性・不正確性」⁷⁶⁾を業者が認識したならば、当該顧客提供情報に依拠した審査を行ってはならず、顧客に情報の再提供を求めるなどの措置が求められる。また、顧客提供情報の「明らかな不完全性・不正確性」を認識すべきであったのに、認識せずに顧客提供情報に依拠した審査を行った場合にも、適格性審査義務を果たしていないこととなる。そのため、「明らかな不完全性・不正確性」が顧客提供情報の中に存在しないかを確認すべき義務を業者は負担していることとなる。

この点に関連し、前述の通り、委任規則 54 条 7 項は、「収集された情報の信頼性を確保するために、合理的措置を講じ」ることを業者に義務付け、例示列举として、以下の措置を講じることを求めている。すなわち、第一に、正確で最新の情報を提供することの重要性を顧客が認識することを確実にすること、第二に、適格性審査のプロセスで使用されるツールが、顧客による使用に適切に設計されていること、第三に、顧客に対する質問が、顧客によって理解されるであろうものであること、第四に、必要に応じて、明らかな不正確性が顧客によって提供された情報に存在しないかを検討することなど、顧客情報の一貫性を確保するため

ㄨ 【旧法 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。

- 75) 仮にこの点について、重過失免責を認めていた旧法からの変更があったならば、極めて重要な変更（業者の義務の加重）であるが、Koller, a. a. O. (Fn. 34), § 63, WpHG. Rn. 138 では、「義務に適った注意によって認識できた場合」とし、それを、「委任規則 55 条 3 項による査定」と指摘するにとどまる。
- 76) 顧客提供情報が「明らかに古い」場合については、顧客情報をどの程度の頻度で更新すべきかという問題に帰着するため、ここでは除外する。

の措置を講じること、である。⁷⁷⁾要するに、正確かつ最新の情報提供の重要性を顧客に指摘し、審査のプロセスで使用されるツールや質問内容を顧客が適切に使用、理解し得るものとしたうえで、顧客情報の一貫性を確保するための措置を講じることが業者に求められている。しかし、これらのうち、「顧客情報の一貫性を確保するための措置」の具体的内容、水準は必ずしも明らかではない。

以上が、2018年証券取引法及び委任規則から読み解くことができる現在の適格性審査義務の義務水準である。

第五節 小括

本章では、旧法と対比しつつ、2018年証券取引法及び委任規則における適格性審査義務の内容を確認した。旧法と2018年証券取引法の間には、複合商品又はサービスが顧客注文の対象である場合、複合取引が全体として当該顧客に適格性を有するかかの判断が業者に要求されることが明記されたほか、審査結果等の記録の保管義務が新設されるなどの相違点が見られた。もっとも、これらを除く、制度の概要については、旧法と2018年証券取引法との間に、相違点はない。2018年証券取引法においても、適格性審査の前提となる顧客属性調査では、顧客がいかなる種類の金融商品について知識及び経験を有するかを調査することが求められている。これは、投資助言を提供する場合に妥当する規制との対比では、財産状態及び投資目的についての調査が要求されていないという意味で、義務内容が限定されている。また、2018年証券取引法においても、不適格である場合には、条文上、警告のみが求められており、取引それ自体が禁止されているわけではない。この点においても、適合性を有しない商品の推奨を認めていない投資助言規制と異なる（もっとも、これについては、警告後に顧客が取引の継続を求めた際に、場合によっては取引拒絶措置を講ずべきことが2018年証券取引法63条1項との関係で求められるとの見解があることには注意を要することは前述の通りである）。

次に、本章においては、2018年証券取引法及び委任規則が規定する適格性審査の義務水準を検討した。まず、顧客の知識及び経験に関する顧客属性調査においては、当該顧客がいかなる種類の金融商品についての知識及び取引経験を有す

77) 関連して、委任規則55条2項が、顧客による情報提供を業者が妨げてはならないことを規定していることは前述の通りである。

るかを把握することが求められており、当該顧客が、ある種類の金融商品取引において、具体的にどのような銘柄に投資を行ってきたのかにまで踏み込んだ調査をすることは求められていない。もっとも、そこで取得されるべき情報の範囲は、いかなる種類の金融商品が適格性審査の対象となっているかにより異なることが前提とされていることには、注意を要する。次に、顧客属性調査において取得した顧客情報に基づき、適格性審査をする段階では、顧客注文の対象となっている銘柄及び規模に内在するリスクの具体的特質やその程度等を当該顧客が理解可能であるかを注文を受ける度に審査する必要があるのか、それとも、当該顧客が適格性を有する金融商品の種類を審査し、その上で、個々の注文の対象が、当該顧客が適格性を有する種類の金融商品に属するかを判断すれば足り、個別銘柄や規模に踏み込んだ審査は不要であるのかが問題となる。2018年証券取引法が、仮に前者を内容とする適格性審査義務を規定しているのであれば、ドイツにおいては受託規制法理としての適合性原則が、（第三層でなされる取引を除き）個々の注文ごとに機能することを意味し、仮に後者を内容とするのであれば、ドイツにおける適格性審査義務の内容は、取引開始規制法理としての適合性原則に他ならないこととなる。そして、仮に前者がドイツにおける適格性審査義務の内容である場合には、ディスカウントブローカーは、顧客がいかなる種類の金融商品取引に適格性を有するかを判断した後は、適格性を有する金融商品の範囲内において顧客が主体的に下した投資判断の仲介（執行）に徹することができなくなる。この点につき、ドイツにおいては、適格性審査義務の内容は、前者であると主張する見解が存在した。しかし、旧法下と同様、2018年証券取引法においても、顧客属性調査の対象が、当該顧客がいかなる種類の金融商品について知識及び取引経験を有するかに留まり、顧客の従前の具体的投資履歴（どのような銘柄の商品に投資をしてきたか）に及んでおらず、また、当該顧客の財産状態及びリスク選好については、そもそも顧客属性調査の対象とされていないため、顧客注文の対象となっている個別銘柄及び規模について、顧客注文ごとに適格性を審査することはなし得ないというのが、本章における検討を通じた暫定的結論であり、この暫定的結論が正しい限り、ドイツ法における適格性審査は、取引開始規制法理としての適合性原則、つまり、当該顧客がある種類の金融商品についての取引適格性を有するか否かの審査を業者に要求する法制度であることとなる。関連して、2018年証券取引法における適格性審査義務が、取引開始規制法理としての適合性原則

である限り、顧客情報の更新の頻度は、ある時点において、ある種類の金融商品についての適格性が肯定された場合においては、当該適格性を肯定する知識及び経験が失われ得る期間が経過するまでは要求されないこととなると考えられる。また、顧客の知識及び経験につき取得されるべき情報の範囲は、金融商品の種類に応じて異なることが前提とされている以上、適格性審査がなされていない種類の金融商品の取引開始時には、その都度、当該種類の金融商品に応じた範囲において、顧客の知識及び経験に関する情報が取得されることになるものと考えられる。

最後に、適格性審査義務が取引開始規制であるにせよ、受託規制であるにせよ、その義務水準に大きな影響を及ぼす顧客提供情報の真実性確保のための措置については、「明らかに不正確、不完全」であることを認識していた場合、又は認識すべきであった場合を除き、顧客提供情報に依拠して適格性審査を実施することが認められていた。それゆえ、少なくとも「明らかに不正確、不完全であると認識すべきであったのに認識しなかった」との評価を受けることがないように、合理的措置を講ずべきことが業者には要求されていることとなる。これにつき、委任規則は、顧客に正確かつ最新の情報の提出の重要性を指摘すべきこと、また、質問内容を顧客が容易に理解できるものとすべきこと、顧客自身が操作するツールにより申告を求める際には、顧客が適切に使用し得るツールを構築し、また、顧客のリスク理解力を測定するために適切なツールを設計すべきことを求めており、かつ、その上で、提供された顧客情報に、明らかな不正確性が存在しないかを検討すること等を通じて、顧客提供情報の一貫性を確保するための措置を講じるべきことを要求している。しかし、その措置の具体的内容・水準については、明らかであるとはいえない。

このように、本章における2018年証券取引法及び委任規則の検討結果には、やや不明確な点が残っているため、これを解消し、より具体的に義務内容を把握するという課題が残っている。また、本章における暫定的結論である、適格性審査義務は取引開始規制を目的とする法制度であるとの理解が妥当であるのかにつき、さらなる検証を要するという課題も残っている。そこで、これらの課題に取り組むために、次章では、2018年証券取引法が実施するMiFID II及び2018年証券取引法が適格性審査義務の詳細に関する規定を委任する委任規則に関して、欧州証券市場監督局（以下では、「ESMA」とする場合がある）が示すガイドラインを検討し、欧州証券市場監督局が適格性審査義務についてどのような理解を示し

ているのかを把握しよう。

第三章 欧州証券市場監督局ガイドラインにおける適格性審査義務の水準

第一節 はじめに

EU の証券市場監督機関である欧州証券市場監督局 (ESMA) は、2019 年 4 月 4 日に、適格性審査に関するガイドライン (以下、本文中では「適格性ガイドライン」とする)⁷⁸⁾ を公表している。本章では、当該ガイドラインにおいて、ESMA が、MiFID II 及び委任規則における適格性審査義務の内容につきどのような理解を示しているのかを検討する。なお、適格性ガイドラインは、適合性原則に関する ESMA のガイドラインのうち、知識及び経験に関連する事項を「その他」の参照資料とする⁷⁹⁾ため、必要に応じて、この適合性原則に関するガイドライン (以下、「適合性ガイドライン」とする)⁸⁰⁾ も検討する。本章における分析の対象は、前章と同じく、適格性審査義務の性質 (取引開始規制であるのか、受託規制であるのか) を決する諸要素 (顧客属性調査の精度、適格性審査の対象、要求される情報更新の頻度) と、その性質決定に影響を与えないものの、義務水準に大きな影響を与える顧客提供情報の信頼性確保のために要求される具体的措置の水準に重点が置かれる。加えて、適格性審査義務を構成する顧客属性調査及び適格性審査と並ぶ要素である、不適格判定時に要求される行為は何か、警告で足りるのか、取引拒絶が求められる場合があるのかについても、検討を加えよう。

78) ESMA, 35-36-1640 on 4 April 2019, MiFID II Supervisory briefing, Appropriateness and execution-only. なお、この文書は、あくまで適格性審査等に関する「ブリーフィング」であり、また、以下で引用する ESMA の別の各公表文書も、それぞれ適合性原則に関する「レポート」及び CFD 取引に関する「Q&A」であるため、ガイドラインと表記せず、区別した方がよいかもしれないが、煩雑であるし、また、ESMA の各公表文書の内容自体はいずれもガイドラインとしての性質を有していると考えられるため、これらを全て、本稿では「ガイドライン」と表記する。

79) ESMA, 35-43-869 on 28 May 2018, Final Report, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements. なお、同ガイドラインが、例えば 16 頁などにおいて、ガイドラインの策定にあたり、行動ファイナンスの知見を考慮に入れていることを明言していることは見逃せない。ファイナンス理論及び行動ファイナンス理論が、投資取引分野における民事法学に与えるインパクトの検討は、稿を改めて、継続的な課題とする。

80) ESMA, appropriateness and execution-only, supra note (78), at 10.

第二節 欧州証券市場監督局ガイドラインにおける適格性審査義務の水準

1. 要求される顧客属性調査の詳細度

まず、適格性ガイドラインにおいて、顧客から特定の種類の金融商品の知識及び経験に関する情報を取得する際にいかなる点に留意すべきとされているかを確認しよう。適格性ガイドラインは、顧客の知識及び経験に関して、十分に「詳細に」質問すべきことを求めており、かつ、投資商品が複雑である場合には、質問も、同様に具体的かつ複雑にすることを求めている⁸¹⁾。また、適格性ガイドラインは、業者が、(提供されるサービスの特徴、検討されている投資商品の種類及び特徴、サービスが提供される経路、顧客の特性などに応じて)異なる質問事項のバージョンを使用しているか、異なるバージョン間の主たる相違は何か、それらの質問事項の全ては、業者が必要な情報を収集することを可能にしているかをチェックリストに掲げている⁸²⁾。このように、適格性ガイドラインは、適格性審査の前提として必要とされる顧客属性調査においては、投資商品等の複雑さに「比例」して、顧客属性調査の詳細度も高められる必要があり、それゆえ、調査に際しての質問項目は、当該種類の投資商品等の複雑さに応じて異なるべきことを求めている。

前述の通り、適格性審査義務の性質が、受託規制であり得るためには、その前提として、個別具体的注文内容が当該顧客に対して適格性を有するかの判断を可能とするレベルで、顧客の知識及び経験に関する情報が取得されなければならない。具体的には、ある種類の投資商品等の取引経験がどの程度あるかだけでは足りず、いかなる銘柄あるいは細目に投資を行ってきたのかの履歴や、知識の分布を取得することが求められる。上述の適格性ガイドラインにおいては、複雑な投資商品等の審査に際しては、要求される顧客属性調査の詳細度も高められるとしているが、ここからは、二点を読み取ることができる。第一に、少なくとも、「第二層」において、あらゆる投資商品等につき、顧客注文の対象銘柄及び規模が当該顧客に適格性を有するかの審査が求められることは前提とされていないことは明らかである。複雑性の低い投資商品等については、顧客属性調査の詳細度は高

81) Id. at 11. なお、2018年証券取引法では、「金融商品」、「証券サービス」との文言が用いられているが、ガイドラインにおいては、「投資商品」、「投資サービス」との文言が用いられているため、以下では、ガイドラインについては、後者に従うとともに、「投資商品及びサービス」を「投資商品等」と記載することがある。

82) Id. at 12.

められることはないためである。第二に、複雑な投資商品等においても、「詳細」の意味するところは、当該投資商品等の構造及びリスクの特徴について具体的知識を確認すべきであることを指しているのか、そうではなく、取引開始後の個々の注文対象に伴う個別具体的リスクの個性や程度について、当該顧客が理解できるかを判断可能な程度に「詳細」な履歴を確認すべきであることを指しているのか、この段階においては、確定できない。後者の可能性が残る点に留意し、適格性ガイドラインが、適格性審査の対象をどのように記述しているかに視点を転じよう。

2. 適格性審査の対象

適格性ガイドラインは、まず、適格性審査が妥当する場合、適格性審査は、顧客又は見込み顧客に対して、知識及び経験（換言すれば、特定の種類の投資商品又はサービスに関するリスク理解力）に関する情報を求めることを業者に要求するが、これは、当該顧客に対して、その投資商品又はサービスが適格であるか否かを業者が決定できるようにするためである、とする。ここからは、「特定の『種類』⁸³⁾の投資商品」等に関するリスク理解力に照らして、ある投資商品又はサービスが適格であるかを審査すべきことが、適格性ガイドラインが前提とする適格性審査義務の内容であることが明らかである。

次に、適格性ガイドラインは、業者に、適格性審査制度の下で提供される投資商品の評価のために、健全かつ客観的手続きを採用すること、及び、それらの手続きが、定期的再審査の対象となっていることを求めている。その上で、より具体的に、業者に対して、適格性評価を行う際に、投資商品をそれらの複雑さに従って分類していること及び、その分類が合理的であること、また、投資商品の評価の基礎として用いられる情報は、信頼性が高く、精密で、一貫したものであること、また、必要に応じて再検査されかつ更新されることを求めている。⁸⁴⁾ここからは、適格性評価の実施に先立ち、取り扱う投資商品をあらかじめその「複雑さ」を指標として合理的に分類しておくことが求められていることがうかがえる。従って、例えば、国内現物株式につき、銘柄を細かく区分することは求められていない。業種や過去の歴史的価格変動の度合いは様々であっても、国内現物株式

83) Id. at 5-6.

84) Id. at 14.

の商品の複雑さは、銘柄ごとに差はないためである。これに対して、投資信託は、投資信託と一括りにすることは認められないものと思われる。なぜならば、いかなる運用方針を掲げ、いかなる国の、いかなる種類の投資商品に、どの程度の比率で運用するのか等により、商品構造及びその複雑さが大きく異なるためである。⁸⁵⁾ また、社債に関しても、普通社債であるのか、転換社債であるのか、新株予約権付社債であるのかにより、商品構造とその複雑さが大きく異なるため、社債内部でさらに種類ごとに細分化されなければならないものと考えられる。これは、仕組債にも該当し、仕組債においては、それぞれの複雑さに応じて細かく分類されなければならないものと考えられる。

このように、適格性ガイドラインでは、どの程度の精緻さが求められるかは必ずしも明らかではないが、業者に対して、投資商品をあらかじめ複雑さに応じて分類し、その上で、顧客注文対象が属するカテゴリーに関して、当該顧客がリスク理解力を有するか否かを、知識及び経験に関しての顧客提供情報に照らして評価することが前提とされていることがうかがえる。

また、適格性ガイドラインは、しきい値⁸⁶⁾に関して言及している。すなわち適格性ガイドラインは、業者は、委任規則 55 条 1 項が規定する特定の又は全ての要素に関して、顧客が特定のしきい値を満たすことを求めているか、そのしきい値は、提供又は要求される投資サービス及び投資商品の種類に合わせられているかを、質問事項として掲げている。⁸⁷⁾ これは、業者が、複雑さに応じて区分された投資商品等の種類ごとに、適格性を肯定し得る知識及び経験のしきい値を設定し、当該しきい値を満たしているか否かという形で、適格性審査を実施する場合があります。もともと、適格性ガイドラインは、続けて、業者がしきい値を設定している場合において、それらのしきい値は、顧客の知識及び経験を評価する際に、顧客が満たす必要がある最低限の要件とみなされるのか、

85) 例えば、日経平均株価に連動するように構成されているインデックスファンドと、新興国の株式を対象とするアクティブファンドとを「投資信託」として同じ種類に括ることは極めて不適切である。

86) しきい値は、「thresholds」に対する訳であり、ある効果や作用が出現しない値と出現する値の境界を一般に指す。ここでは、適格性を肯定することができる値を指していると考えられる。

87) ESMA, appropriateness and execution-only, supra note (78), at 10.

それとも、業者の従業員及びその他の係員に対する手引きとみなされるのかを問うている。ここからは、単純にあるしきい値を当該顧客がクリアーしていれば、それをもって適格性を常に肯定できると安易に解してはならないとの立場がうかがえるが、しきい値を満たす知識及び経験を有する顧客に対して、その他の何を考慮して適格性審査を行うようにガイドラインが求めているかは、定かではない。一つの可能性としては、しきい値を満たす知識及び経験を有するという顧客提供情報をもって適格性を肯定してはならず、当該情報の信頼性がある程度検証すべきことを求めている可能性がある。この点については、後に検討を行う。

いずれにせよ、適格性ガイドラインにおいては、投資商品等を「複雑さ」に応じて事前に区別すること、そして、投資商品等の「種類」に併せて適切にしきい値を設定することがあり得ることが前提とされている。これは、ある種類の投資商品取引の適格性や、あるカテゴリーに属する投資商品一般の適格性を判断する際に、例えば、現物株式取引経験3年以上、直近3年の平均的取引回数10回以上という基準を設け、この基準を満たす場合に、当該種類の投資商品の適格性を肯定するという審査手法を前提とし、かつ、条件付きで肯定するものである。この点において、適格性ガイドラインが示す適格性審査義務の性質は、我が国における取引開始規制と同等であり、ある種類の投資商品内部における個別銘柄の特有のリスクやリスクの程度に関する理解力を審査するという発想は見られない。次に、適格性審査義務の性質決定を左右する最後の要素である、顧客情報更新の頻度に関する適格性ガイドラインの理解を検討しよう。

3. 要求される顧客情報更新の頻度

前述の通り、業者によって取得された顧客属性情報につき、顧客自身が自主的に更新をしない場合、業者側で情報の再取得をしなければならなくなる、つまり、入手された顧客属性情報が「明らかに古い」と評価されるのは、どの程度の期間が経過した場合か、そして、「明らかに古い」と評価されることがないように、業者が、当該顧客に、顧客属性情報の更新を求めなければならない頻度はどの程度かが問題となる。

この点につき、適格性ガイドラインが、どの程度の頻度での更新を業者に求めているのかは定かではない。「顧客の知識及び経験に関する情報が更新され続けるために用いられる計画は何か。それらの計画は適切であると考えられるか」を

チェックリストとして掲げているため、⁸⁸⁾適切な施策を講じる必要があるとの立場を取ることは確かであるが、その具体的内容をうかがい知ることはできない。この点は、適合性ガイドラインにおいては、よりリスク性の高い商品に対するアクセスを顧客に与えるリスクプロファイルは、より頻繁な更新が要求され得る要素であることや、特定のイベントが更新手続きの引き金になる場合もあり、例えば、顧客が定年に達した場合がそうであり得ることなど、具体的に記述することと対照的である。⁸⁹⁾少なくとも、頻繁な更新が要求される場合がある形跡さえ、適格性ガイドラインは示していない。

このように、適格性ガイドラインの検討を通じて、前章において示した暫定的結論は、維持することができる。適格性審査義務の性質は、受託規制であるとの見解がドイツにおいて提唱されているものの、2018年証券取引法及び委任規則の規定内容、そして、本章において検討したEMSMの適格性ガイドラインからは、適格性審査義務の性質は、取引開始規制であると判断せざるを得ない。

4. 顧客提供情報の信頼性の確保のために要求される措置

適格性ガイドラインにおいて要求されている顧客提供情報の信頼性の確保のための措置は、顧客による過大な自己評価傾向への備えと、顧客提供情報に含まれる矛盾への対処の二点である。まず、適格性ガイドラインは、「顧客は、知識と経験に関して、ある程度の自己評価を行うことを求められるか、その自己評価は、客観的基準により平衡させられるか」を問い、具体的に、「必要な顧客情報を収集するために業者によって用いられるツールは、業者が、客観的基準との対比であらゆる自己評価を確認できるように設計されているか（例えば、リスクとリターンのトレードオフ及び多様性に関する顧客の理解と関連のあるオープンエンド型の質問、又は、顧客の知識及び経験と関連のあるオープンエンド型の質問）。どのように設計しているか」を質問事項として掲げている。⁹⁰⁾また、この過大な自己評価リスクと顧客提供情報の矛盾への対応として、さらに次の質問事項もあげている。すなわち、「顧客の応答の矛盾に対処するために業者によってどのような処置が講じられて

88) Id. at 13.

89) ESMA, suitability requirements, *supra* note (79), at 45.

90) ESMA, appropriateness and execution-only, *supra* note (78), at 12.

いるか。顧客の応答が矛盾していると思われる場合に、顧客に対して警告をする設計構造を、質問票それ自体が備えているか。又は、業者は、顧客の応答に事後の評価を実施しているか。オンラインで質問票を取り扱う場合、業者は、自動不整合チェックを用いているか。また、「顧客が自らの知識及び経験を過大評価する傾向にある場合があるというリスクに対処するために、業者は、いかなる取決めと手続きを設定しているか」。特に、「顧客の最初の回答に基づき、当該顧客が必要な知識及び経験を有していないと業者が判断した場合、業者は、顧客又は見込み顧客に対して、（たとえ何らかのトレーニングを伴わなかったとしても）数回続けて質問項目に解答することを認めているか。もし、認めている場合、業者は、別の質問項目を用いているか、もし用いていない場合、当該顧客はどのくらいの期間、同一の質問項目に再回答することを認められていないか」との質問事項が掲げられている⁹¹⁾。

これらからは、顧客が自らの知識及び経験につき、過大評価する可能性があることに備えるべきであり、その一例として、オープンエンド型の質問をすることが考えられることが示されている。また、過大評価を誘発するようなシステムを構築してはならないことが示されている。すなわち、不適格と審査された後、顧客が適格性を満たすとの再評価を得ることを意図して、自らの知識及び経験に関する自己情報を過大申告する事態に備えるべきこと、特に、同じ質問項目に連続して解答することを認めるべきではないことが指摘されている。また、過大評価と関連して、顧客提供情報に存在する矛盾を発見し顧客に警告し得るシステムを構築したり、顧客提供情報を取得後に矛盾の有無を評価したりすべきこと、特に、オンラインで顧客属性調査を行う場合には、自動不整合チェックを用いるべきことが指摘されている。

以上のように、適格性ガイドラインは、顧客提供情報の真实性の確認につき、顧客による過大な自己評価及びそれに伴う矛盾に対する備えを構築すべきことを業者に対して求めている。ただし、どの程度の備えを要求しているのかは明らかではない。この点、適合性ガイドラインにおいては、顧客提供情報の矛盾の具体例が示されている。そこで示されている矛盾の例は、わずかな知識及び経験を有し、かつ、リスクに対する攻撃的姿勢を有する顧客、慎重なリスクプロファイル

91) Id. at 13.

を有し、かつ、野心的投資目的を有する顧客である。⁹²⁾これをもとに、適格性評価に際して求められる、顧客の知識及び経験に関する自己申告に含まれる矛盾の例を考えるならば、例えば、ある種類の投資商品取引に関して精通していると回答する一方で、取引を行った経験がない、または、ごくわずかな取引経験しか有していないと回答している場合が考えられよう。

また、適合性ガイドラインは、顧客の過大な自己評価に対する備えの例も具体的に指摘している。すなわち、顧客の自己評価を客観的な基準によって平衡化させるための措置として、集中リスクを含む投資リスク及び、リスクとリターンのトレードオフ等の基本的なファイナンスの概念につき、顧客が理解していることが重要であり、リスクとリターンのトレードオフとリスクの多様性を理解しているかを尋ねる代わりに、リスクレベルに応じて、発生する可能性がある損失とリターンのレベルを示す分かりやすい例を（積極的及び消極的シナリオごとに複数）⁹³⁾示し、顧客の解答を評価することが考えられるとする。かかる適合性ガイドラインの記述からは、適格性ガイドラインが一例として示す、オープンエンド型の質問の他に、例えば、複雑な構造を有するある種類の投資商品について、単に精通しているか、知識を有しているか、という質問をするのではなく、リスクとリターンの特質等を描写し、それを顧客が理解しているかを問うという措置が考えられることとなろう。また、適格性ガイドラインにおける前述のしきい値や、そこで論じられていた、しきい値を満たすことをもって直ちに適格性を肯定することへの注意との関係からは、しきい値の設定に際して、最低限度満たすべき値を設定するのではなく、顧客の過大な自己評価に備え、最低限度の値よりも上にゆとり⁹⁴⁾を持ったしきい値の設定を行うことが求められているのかもしれない。以上要す

92) ESMA, suitability requirements, supra note (79), at 44.

93) Id. at 39, 43.

94) この点、MiFID I の下における ESMA の CFD 取引（同取引の意味については後掲注 (105) を参照）に関するガイドラインにおいては、提供された回答が正確であるとみなされ得るかを業者が独自に評価することを可能とする適切な情報が収集されることなく、投資者の自身の知識及び経験に関する自己評価に過度に依存した質問をするのを悪い実務例とし、極端な例として、「(全く)適切な追加的質問をせずに、(はい/いいえ)の二択質問を用いること（例えば、あなたは CFD 取引に伴うリスクを理解していますか?）」が挙げられている。また、よい実務例として、理論的知識を示すものよりも、実践的取引経験を示すものに加重的評価をすることなどが挙げられている。加え

るに、真実性を確保するための措置が要求されている一方、その具体的水準は必ずしも明らかではないものの、適格性ガイドライン及び適合性ガイドラインから垣間見える水準は、高度なものと位置づけられないのは確かである。最後に、顧客注文等が当該顧客に対して不適格であるとの結論に至り、警告を発した後に、当該顧客が取引続行を望んだ場合に、業者はいかなる対応をすべきであるとの理解を適格性ガイドラインが示しているのかを確認しよう。

5. 警告後に顧客が取引続行を望んだ場合になすべき対応

前章において検討した通り、委任規則 56 条 2 項は、警告を発した後、顧客が取引の続行を希望した場合、業者が、これを受け入れたか否かの記録が保存されなければならない旨を規定する。それゆえ、同規則は、不適格である旨の警告を発した後に、当該顧客が取引続行を望んだ場合、業者がこれを受け入れる場合と受け入れない場合とがあることが前提とされている。この点に関し、適格性ガイドラインによれば、投機的投資商品への投資を希望している場合に、知識及び経験の範疇に属さない、年齢や財産状態を原因とする当該顧客の潜在的脆弱性を示す情報を業者が保有している場合には、取引拒絶や、取引の限定が望まれる場合があることが示されている⁹⁵⁾。また、その根拠とされているのは、MiFID II 24

ㄨ て、知識及び経験に関する調査として、当該顧客が、関連する取引を、ある期間にわたり、どのくらいの頻度及び規模で、どの程度のレバレッジ条件下で行ってきたかを調査することが求められており、また、取引の特性、原資産の特性、相対取引の特性など、主要なリスクに関する顧客の理解の確認が具体的に求められている。これらは、MiFID II の下でも参考になろう。See ESMA, 2016/1165 on 12 July 2016, Questions and Answers, Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID, at 41-43.

95) ESMA, appropriateness and execution-only, supra note (78), at 17 では、① (例えば、CFD のような) 投機的投資商品への投資を希望しているリテール顧客の (年齢や財産状態を原因とする) 潜在的脆弱性を示す情報を業者が所有している場合に、顧客への続行許可を決定する前に、顧客の最善の利益を考慮しているか。② これに基づき、業者は以前に、顧客に続行させることを拒絶したことがあるか。③ 業者は、顧客に続行させることを拒絶した過去の実例の記録を示すことができるかを問うている。そして、続けて、④ 業者によって警告が発せられたにも関わらず、顧客が取引の続行を希望する場合において、顧客に続行を認める場合、業者は、続行を認めるにせよ、顧客に求められた投資商品またはサービスを適合させるべきか否かを検討しているか (例えば、顧客が利用可能なレバレッジの水準を限定すること、顧客が一度の取引において、及び/又、

条1項の「顧客の最善の利益に従って行動する業者の義務」⁹⁶⁾と解され、ドイツ国内法レベルにおいては、同項を実施する2018年証券取引法63条1項との関係⁹⁷⁾によって求められる措置であると位置づけられている。それゆえ、適格性ガイドラインの見解においては、少なくとも、顧客注文の対象が投機的投資商品である場合には、単純に警告を発しさえすれば、顧客による取引続行の希望を受け入れてよいとされているわけではなく⁹⁸⁾、また、投機的投資商品が顧客注文の対象となる場合の適格性審査は、顧客のリスクの理解力との関係で問題となるだけでなく、業者がリスク負担能力との関係で不適格性を示す情報を有している場合にも、規定上は適格性審査の要素とされていないこれらの要素に照らして、取引拒絶措置を講じるべき場合があると解されていることは明らかである。

以上が、適格性ガイドライン及び適合性ガイドラインから見える、欧州証券市場監督局が示す適格性審査義務に関する理解である。そこから把握できる適格性審査義務の具体的内容がいかなるものであるか、以下で集約しよう。

第三節 小括

本章の検討結果を要約するならば、適格性審査義務につき、ESMAは、次のような理解を示している。まず、適格性審査義務は、取引開始規制を目的とするのか、それとも、受託規制を目的とするのかについて、ESMAの立場は、前者

、は一定期間の取引において、投資可能な総額を限定すること)。⑤業者は、上述のことが示される過去の事例の記録を示すことができるかを問うている。

96) MiFID II 24条1項は、以下のように規定する。

【MiFID II 24条1項】

加盟国は、証券業者に対して、証券サービス又は、必要に応じて付随サービスを提供する場合に、顧客の最善の利益に従い、誠実に、公平に、そしてプロとして行動すること、そして、特に本条及び第25条において規定する原則を順守することを命じるものとする。

なお、MiFID II 24条は、MiFID II 第2章（投資者保護を確保するための規定）の冒頭に位置し、「一般原則及び顧客に対する情報提供」を規定する。また、25条は、「適合性及び適格性評価並びに顧客に対する報告」を規定する。

97) 2018年証券取引法63条1項については、前章における注(52)を参照。

98) MiFID Iの下におけるCFD取引に関するガイドラインにおいては、明確に、顧客に取引の続行を認めないことが最善の実務であるとされている。See ESMA, provision of CFDs, supra note (94), at 44.

の理解を前提とするものであると考えられる。適格性審査の前提となる顧客属性調査において、顧客が従前に行ってきた詳細な投資履歴等の把握を（少なくとも、比較的複雑ではない投資商品も含め一律には）要求していないこと、そして、適格性審査に際しては、投資商品を「複雑さ」に応じて事前に区別し、投資商品の種類に併せて適切にしきい値を設定することがあり得ることが前提とされているためである。これにより可能となる審査は、取引開始の適否であり、注文の対象となっている具体的銘柄に内在する特有のリスクやその規模に関する理解力の有無を指標とする適格性ではないことは、明らかである。

次に、適格性審査義務が取引開始規制であれ、受託規制であれ、その義務水準に著しい影響を与えることとなる顧客提供情報の真実性確保のために要求される措置の具体的内容について、ESMA は、顧客による自己過大評価がなされるリスク及びそれに起因する矛盾に対する備えを要求している。そこで念頭に置かれている備えの水準は、業者が積極的に顧客による自己過大評価を誘発してはならないことの他は必ずしも明らかではないものの、適合性ガイドラインにおいて示されている具体例を見る限り、一見明白な不自然な回答に対する備えを講じること、そして、例えば、信用取引について、「信用取引に関する知識があるか」という形で顧客の知識を問うのではなく、信用取引のリスクの特徴等について、具体的な知識を問うことが要求されていると考えられた。その限りで、要求水準は必ずしも高度なものではなかった。

最後に、顧客属性調査に基づく適格性審査の結果、不適格との結論に至った場合で、かつ、業者が不適格であることの警告を顧客に発した後に顧客が取引続行を希望してきた場合に、業者が取るべき対応として、適格性ガイドラインは、顧客注文が投機の商品であり、かつ、業者が当該顧客の年齢や財産状態についての潜在的脆弱性を示す情報を保有しているときには、取引を拒絶したり、取引を認めるにせよ、レバレッジや取引規模を限定すべきことが、「顧客の最善の利益に従って行動する義務」から要求されるとの理解が示されていた。

以上要するに、ESMA は、適格性審査を取引開始規制と理解していると考えられる。その上で、ESMA は、適格性審査義務の履行場面において、業者が、あらゆる投資商品に共通した顧客属性調査のフォーマットを用い、顧客提供情報に常に依拠して、必要最低限度要求されるべきしきい値を満たすかを審査し、満たす場合には直ちに適格性を肯定してよいとの立場を採用していない。投資商品

の種類（それぞれの複雑さ）に応じて顧客属性調査のフォーマットを使い分けること、投資商品の複雑さに応じて合理的分類を行うこと、そして、投資商品の種類に応じてしきい値を設定する場合においても、顧客による自己過大評価が行われるリスクやそれに起因する矛盾に対する合理的措置を講じるべきことが要求されるとの立場が明確に示されている。しかし、そこで要求されている措置は、非対面性及び規格化志向という適格性審査義務の主たる担い手たるディスカウントブローカーの特質を害さない限りでの合理的措置であり、ディスカウントブローカーの特質を害することになろうとも、適格性審査の可及的充実を図るべきとの姿勢は示されていない。⁹⁹⁾

以上を踏まえ、ドイツのディスカウントブローカーは、実務においていかなる顧客属性調査を行っているかを次章において検討しよう。

第四章 2018年証券取引法下における顧客属性調査の実施方式

第一節 はじめに

第二章では、2018年証券取引法下における適格性審査義務の内容を、同法及び同法が義務の詳細の規定を委任する委任規則の条文から確認した。また、前章では、2018年証券取引法が実施するMiFID II及び同法が義務の詳細の規定を委任する委任規則に関して、欧州証券市場監督局が適格性ガイドラインにおいて示す見解を確認した。それらにおける本稿の暫定的結論は、2018年証券取引法下における第二層において要求されている適格性審査義務は、取引開始規制を目的とすること、そして、その具体的義務水準は、ディスカウントブローカーの特質を害しない範囲において適格性審査の充実を図るべきことが要求されているにとどまるというものであった。本章では、これらを受けて、今日のドイツ証券業実務が、

99) 他方、適格性審査の結果、不適格であることが判明し、その警告を発してもなお顧客が取引の続行を望んだ場合、取引拒絶や取引の限定（レバレッジの制限、投資可能な総額の制限）といった措置を講ずべき場合があるとの立場をESMAは採用している。この措置のうち、後者を採用し、取引内容を当該顧客に適するように限定する措置をディスカウントブローカーが講じるとするならば、それは、場合によっては、「標準化志向」というディスカウントブローカーの特質と緊張関係にたつ。この点については、第5章において検討する。

適格性審査の前提として、いかなる顧客属性調査を行っているのかを検討する。

前述の通り、筆者は、前稿②において、1995年ドイツ証券取引法下及び旧法下におけるドイツディスカウントブローカーの顧客属性調査の手法を検討した¹⁰⁰⁾。これによると、旧法下のドイツにおいては、様々な金融商品の種類を、数ランクのリスククラスに分類し、それぞれのリスククラスにおける知識と取引経験について、口座開設時に標準化されたフォーマットを用いて自己申告を求めることで行われていたことがうかがえた¹⁰¹⁾。また、リスク性の高い商品に関しては、別途、当該リスク性の高い金融商品の取引開始時に、口座開設時の申告用紙とは異なり、取引に内在するリスクやそのリスクの特徴、構造に関する理解や、取引に充てる資金の性質を確認する標準化されたフォーマットを用いて顧客に知識及び経験に関しての自己申告が求められていた¹⁰²⁾。これらが示すのは、ドイツのディスカウントブローカーが実施する適格性審査は、非対面性及び標準化志向を過度に害さない限りにおいて、その充実が図られているというものであり、筆者は、かかる適格性審査を、助言義務の文脈における適合性審査と区別するために、「高度に標準化された適格性審査」と表現した。本章の関心は、2018年証券取引法施行や適格性ガイドラインの公表を前提とした今日のドイツの実務において、実務の対応に変更が生じているのか否かである。

第二節 2018年証券取引法下における顧客属性調査のフォーマット

1. 口座開設時の顧客属性調査のフォーマット

最初に、口座開設時、すなわち、取引開始時に顧客に自己情報の申告を求める際に用いられていると考えられるフォーマットの一例を確認しよう。ある業者においては、知識及び経験について、以下のような申告用紙を用いて、顧客属性調査を行っている¹⁰³⁾。

100) 拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」56頁以下。1995年ドイツ証券取引法下のフォーマットについては、25頁以下。この1995年ドイツ証券取引法は、本稿が「旧法」とするMiFID Iに対応するドイツ証券取引法の前身にあたる。その内容は、次章において後述する。

101) 拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」56頁以下。

102) 拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」60頁以下。

103) 旧法下のものと比較可能とするために、拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」56頁

証券取引の知識及び経験 商品クラスにチェックを入れ、実行した取引数を入力して下さい！

私どもコムディレクトバンク AG は、証券取引法 63 条 10 項に基づき、証券サービスを実行する際に、私どものお客様に、このような証券取引に関する知識及び経験についての申告を求める義務を負っております。申告のご提出は任意であり、お客様ご自身の利益のためのものです。これらの申告がもはや的確でなくなった場合には、私どもにその指摘をして頂けますでしょうか。それによりまして、当該データは更新され得ます。

1. 口座所有者

お客様が知識をお持ちである全ての商品クラスをチェックして下さい。加えて、お客様が既にそれらの商品クラスにおいて実際に経験を積んでおられる場合には、最近 3 年以内にどのくらい多くの取引を行ってこられたのか、追加の申告をして頂けますでしょうか。

商品クラス/投資可能な取引形態 リスク	これらの投資分野 に関する知識は？	最近 3 年の取引 (0~10 又は 10+)
A ■■■■■ マネーマーケットファンド (€)	<input type="checkbox"/>	_____
B ■■■■■ 公債・銀行債 (€), 準マネーマーケットファンド, オープンエンド型不動産ファンド	<input type="checkbox"/>	_____

- ㄨ 頁以下と同様、コムディレクト (Comdirect) 社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。これは後述の申告用紙にも共通する)。申告用紙はコムディレクト社 HP (<https://www.comdirect.de/pbl/member/formcenter/DownloadPdfDocumentRH.do?&redirected=867840&ePdfInstance=749988&ePageId=cori6709&pdf=&name=&combined=true>) において閲覧可能である。なお、同申告用紙には、本稿との関連においては、職業の申告欄と、学位等 (Titel) の申告欄がある。

C ■■■□□	債権ファンド/上場投資信託債及びその他の発行体の社債（€）、（元本）保証型ファンド、セキュリティャーファンド	<input type="checkbox"/>	_____
D ■■■■□□	混合投資信託、上場投資信託、外貨建社債、為替リスクを伴う債券ファンド・上場投資信託利益配当証券、転換社債・新株引受権付社債	<input type="checkbox"/>	_____
E ■■■■■□	株式、株式ファンド、上場投資信託ファンド、（他社）株式転換社債、ノックアウト種オプション等を除くその他のデリバティブ債	<input type="checkbox"/>	_____
F ■■■■■■	オプション証券、ノックアウト種オプション、その他の金融債務の取引（例えば、オイレックスの株価指数先物、オプション、先物）	<input type="checkbox"/>	_____

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の条件に関する情報を取得され、それらの情報を承知したことに相違ないとご署名と共にお認めになられた場合に、お客様の口座はオプション証券取引のために接続可能となります。

私は金融先物取引実行の条件に関する案内を受け取りたい。

この申告用紙からは、以下のことがうかがえる。まず、2018 年証券取引法の下における口座開設時の顧客属性調査の内容は、旧法下とほとんど変わっていない。前稿において「高度に標準化された適格性審査」と評した内容は、今日においても維持されていることが分かる。また、かかる申告用紙に基づき顧客属性調査がなされる以上、顧客属性調査後に、顧客の主體的投資判断の適格性を注文ごとに審査することはおよそ考えられていない（かかる審査を実施するのは不可能である）。具体的には、リスククラス A から E までについての取引開始の適格性を一括で判断すること、そして、リスククラス F に関しては、別途取引開始の適

格性の有無を判断しようとしていることは明らかである。

また、かような申告を前提とする限り、顧客提供情報の矛盾を業者が認識すべき場合とは、例えば、ある商品クラスについて、知識を有すると申告しているが、直近三年の取引経験がない場合や著しく少ない場合、ある商品クラスに関して知識を有すると申告しているが、それ以下の商品クラスに関する知識がない場合、あるいは、学生が異常な取引回数を申告している場合などに限定されることになろう。また、顧客による自己過大評価に対する備えとしては、しきい値を、必要最低限に設定し、当該しきい値を満たすことをもって直ちに適格性を肯定することなく、ゆとりを持たせたしきい値を設定することや、あるクラスの適格性を判断する際に、別のクラスの取引状況をも適格性の判断要素とすることなどが講じられることとなろう。次に、複雑でリスク性の高い金融商品取引の口座開設時の顧客属性調査のフォーマットを確認しよう。

2. CFD 取引の口座開設時の顧客属性調査のフォーマット

前章の検討結果から、適格性ガイドラインにおいては、要求される顧客属性調査の水準は、顧客注文の対象となっている金融商品の複雑さに比例して高まるとの理解が示されていた。では、この要請に、実務はどのように対応しているのだろうか。以下では、あるネット業者が用いる¹⁰⁴⁾、当初元本を上回る損失が生じる¹⁰⁵⁾リスクを内包する CFD 取引の口座開設時の顧客属性調査のフォーマットを確認

104) 旧法下との比較を可能とするため、また、上述の取引口座開設時のフォーマットとの比較を可能とするため、拙稿・前掲注 (7)「責任配分法理 (4)」60 頁以下と同様、コムディレクト社のものを参照する。このフォーマットは、同社 HP <<https://www.comdirect.de/pbl/member/formcenter/DownloadPdfDocumentRH.do?&redirected=408294&ePdfInstance=113838&ePageId=cori9158&pdf=&name=&combined=true>>にて閲覧可能である。なお、同社 HP では、オンライン上においても、同様の申告をなすことができる（オンライン上における申告についても、同社 HP <https://www.comdirect.de/pbl/process/cfd_responsive/start.do?wref=4180>において閲覧可能である）。以下では、適宜、オンライン上における申告についても参照する（なお、オンライン上の申告は、① 申告の入力、② 申告の点検、③ 申告の提出の順に手続きが進むが、制約上、「①」の段階でのフォーマットのみを参照する。また、前述の口座開設時一般の申告に関しては、オンライン上の申告を確認できなかったため、PDF に記入する形態の申告用紙のみを参照している）。

105) CFD 取引とは差金決済 (Contract For Difference) 取引を指す。同取引の仕組みの説明

しよう。

証券取引の知識及び経験¹⁰⁶⁾

コムディレクトバンク AG は、CFD 取引に関するお客様の知識及び経験に関する情報を取得することを法的に義務付けられております（証券取引法 63 条 10 項¹⁰⁷⁾）。これには、お客様の証券取引に関する知識及び経験、お客様のリスク選好及び CFD 取引の特殊な特徴に関しての質問が含まれます。お客様の申告及び応答に基づき、コムディレクトバンク AG は、コムディレクトバンク AG における CFD 取引許可の適格性審査を行うこととなります。

以下の製品グループに関するお客様の取引の知識及び経験を挙げて頂けますか。

株式、株式信託、一部保証型元本保証ファンド又は価値保証ファンド（リスク緩衝 20%）、他社株転換債、外貨建享益権付証券、新株引受権、ノックアウト種等を除くその他のデリバティブ債

これらの商品に関する専門的知識

ご選択下さい

わずかな知識

包括的な知識

※ 明は、日本証券業協会 HP 〈<http://www.jsda.or.jp/anshin/risk/cfd/index.html>〉によるものが分かりやすい。

106) オンライン上の申告においては、この箇所に「①」が表示されており、これをクリックすると、本文においてフォントを落として記載されている事項が表示されるようになっており、クリックしない限り表示されない。PDF 版においては、そのまま表示されている。

107) この HP の最終閲覧日は 2019 年 11 月 14 日であるが、オンライン上の申告においては、「証券取引法 31 条 5 項」と表記されている。本文にて参照している PDF 版の申告フォーマットにおいては、「証券取引法 63 条 10 項」と表記されていることからすれば、2018 年証券取引法への移行時に CFD 取引口座開設のオンライン上の申告についてのみ、同社における修正漏れが生じているものと思われる。

取引経験年数 (1~10,10+)

直近 3 年の取引数 (1~10,10+)

オプション証券, ノックアウト種デリバティブ債, その他の金融先物取引
(例えば, オプション, 先物), CFD

これらの商品に関する専門的知識

ご選択下さい

わずかな知識

包括的な知識

取引経験年数 (1~10,10+)

直近 3 年の取引数 (1~10,10+)

リスク選好に関するご質問¹⁰⁸⁾

お客様のリスク選好を評価するために、私どもは、以下の申告を必要とし

108) オンライン上における申告においては、この箇所には「①」が配置されており、これをクリックすると、フォントを落として記載している以下の文章が表示されるようになっている。

コムディレクトバンク AG は、CFD 取引に関するお客様の知識及び経験に関する情報を取得することを法的に義務付けられております (証券取引法 31 条 5 項)。これには、お客様の証券取引に関する知識及び経験、お客様のリスク選好及び CFD の特殊な特徴についての質問が含まれます。お客様の申告及び応答に基づき、コムディレクトバンク AG は、コムディレクトバンク AG における CFD 取引許可の適格性審査を行うこととなります。

ご注意：リスク選好とは、お客様のリスクを取ろうとする受容度をいいます。CDF 取引は、高いリスクを伴います。お客様がこの高いリスクを取る用意がある場合に限り、お客様は、CDF 取引を許可されます——それゆえ、お客様のリスク選好は、極めて高度となります。

なお、この箇所でも、オンライン上においては、「証券取引法 31 条 5 項」が参照されているが、前掲注 (107) の通り、2018 年証券取引法施行に伴う修正漏れによるものであると考えられる。

ております。

私の CFD 取引のために予定されている資金を、私は、投機のために取っている。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 取引が高いリスクを孕んでいることを私は理解している。私にとって、資金投資の安全性は重要ではない：私は、高利回りの機会に重要性を置いている。

- 該当する
- 該当しない

私は、高い利益を得たいと思っており、そのために、全損に至るリスクを甘受する用意がある。損失は、CFD 口座にある自由処分可能な預金残高に限られている。

- 該当する
- 該当しない

CFD の商品特性に関するご質問¹⁰⁹⁾

CFD 取引は、包括的な商品の知識を必要といたします。私どもがお客様

109) オンライン上における申告においては、この箇所に「①」が配置されており、これをクリックすると、フォントを落として記載している以下の文章が表示されるようになっている。

コムディレクトバンク AG は、CFD 取引に関するお客様の知識及び経験に関する情報を取得することを法的に義務付けられております（証券取引法 31 条 5 項）。これには、お客様の証券取引に関する知識及び経験、お客様のリスク選好及び CFD の特殊な特徴に関しての質問が含まれます。お客様の申告及び応答に基づき、コムディレクトバンク AG は、コムディレクトバンク AG における CFD 取引許可の適格性審査を行うこととなります。

なお、この箇所においても、「証券取引法 31 条 5 項」が参照されているが、前掲注 (107) 及び (108) と同様、2018 年証券取引法施行に伴う修正漏れがあったものと考えられる。

の知識を評価できるように、以下の記述に該当するか否かを、はっきりとお示し下さい。

CFD 取引のために、特有の電子的取引プラットフォームが提供されていることを私は理解しており、私は、最初の注文に先立ち、そのプラットフォームの機能と方式につき、適切に習熟しておくべきである。

- 該当する
- 該当しない

未決済の CFD ポジションの価値は、急上昇する場合があります、かつ大変動にさらされる場合があることを私は理解している。私は、突然の変動に対応し得るように、極めて徹底して、相場展開を注視する。

- 該当する
- 該当しない

CFD は、レバレッジを通じて、市況に応じて原資産価値よりも甚大な規模で展開すること、その際、大きな損失となり得ることを私は理解している。

- 該当する
- 該当しない

この CFD 取引口座開設時の顧客属性調査のフォーマットの特徴は、旧法下のフォーマットと同様に、次の点にある。まず、CFD 取引の知識に関して、知識の有無を抽象的に問うのではなく、レバレッジ効果による大規模な価格変動の可能性を秘めていることなどについての理解を具体的に確認している。次に、適格性審査の考慮要素とされていない、リスク選好、投資資金の性質についても具体的な質問がなされている。この意味で、取引開始時の顧客属性調査とは、性質を異にしていると解することができる。また、前述の証券口座開設時の顧客属性調査との対比では、知識及び経験に関する調査項目が詳細化しているという意味では適格性ガイドラインの要請する「比例」に合致しようとするものとなっているといえる。しかし、このような特質があるものの、この CFD 取引口座開設時の顧客属性調査の方式は、非対面取引及び標準化志向という、ネット証券会社の特

性及びビジネスモデルを維持した上で、リスク性の高い CFD 取引に関する適格性審査を、一般の取引口座開設時の審査よりも充実させようとするものとなっており、前稿において「高度に標準化された適格性審査」と評した審査が、2018 年証券取引法下の CFD 取引口座開設時の実務においても維持されている。そして、この CFD 取引口座開設時の顧客属性調査に基づく適格性審査においても、CFD 取引を開始するに足る適格性を有するのかの判断を行うことに主眼があり、取引開始後の個々の顧客注文に含まれる個別具体的リスクの個性や程度に関して顧客が理解可能であるかをその都度審査することは予定されていないことは明らかであろう（かかる審査をこの顧客属性調査を前提として実施するのは不可能である）。

第三節 次章に向けて

以上が、2018 年証券取引法下の法状況及び、当該法状況を受けた実務の対応の一例である。この実務の一例においても、第二章及び前章の暫定的結論である、2018 年証券取引法における適格性審査義務は、旧法下と同様、取引開始規制を目的とする法制度であるという検討結果は維持できよう。また、この実務の一例は、ドイツのディスカウントブローカーにおいても、複雑さの程度に関わらず、あらゆる金融商品の取引開始を決する上で、一律の申告用紙を用いて、顧客に申告を求めればよいとの認識は示されておらず、複雑さの程度に応じて、顧客属性調査の詳細度は異なるとの認識が示されていることが把握できる。もっとも、そこでの基本的姿勢は、可及的に適格性審査の精度を高めるというものではなく、非対面及び標準化志向というディスカウントブローカーの特質と両立可能な範囲において、適格性審査の充実を図るというものであった。

本稿の次なる関心は、2018 年証券取引法という業法に由来するこのような顧客属性調査及び適格性審査の水準が、ドイツ民法上の債務不履行又は不法行為法上設定される義務を満たしているのか、である。すなわち、ドイツにおいては、適格性審査が、業法上の義務のみならず、契約法や不法行為法上の義務と解されているのか、解されているとして、私法上、適格性審査義務は、いかなる水準の義務が設定されているのか、具体的には、上で見た高度に標準化された適格性審査は、私法上の義務を満たすのかである。

この問題につき、2018 年証券取引法の下においても、また、旧法下においても、直接的に言及をした最上級審判例は、今日までのところでは存在しない。し

かし、この問題に重要な示唆を与える最上級審判例が、1995年ドイツ証券取引法下で示されている。次節では、当該判例を検討し、この問題に対するドイツ司法の立場を推察しよう。結論を先取りするならば、上で見た適格性審査は、BGHの先例に照らすならば、民事法上の義務水準を満たしていると考えられる。

第五章 BGHにおける顧客属性調査義務の水準

第一節 はじめに —— 前提となる当時の法状況 ——

本章では、BGHにおいて、民事法上の義務としての適格性審査義務は、いかなる水準に設定されているのかを検討する。この問題に、間接的な回答を示す裁判例が、1995年ドイツ証券取引法の下ではあるが、2003年¹¹⁰⁾に示されている（以下では、「2003年判決」とする）。2003年判決を検討する前に、前提となる当時の法状況を確認しよう。

1995年ドイツ証券取引法には、以下のような規定が置かれていた。

【1995年ドイツ証券取引法31条2項】

第一文：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を保護するために必要な範囲で以下の義務を負う。

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。

第二文：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。

このように、1995年ドイツ証券取引法では、情報提供義務の前提として、顧客適合的¹¹¹⁾情報提供義務の履行を可能とするために、顧客に対して自己情報の申告

110) BGH Urt. v. 11. 11. 2003 WM2004, 24.

111) この情報提供 (Information) 義務が説明義務 (Aufklärungspflicht) を指すのか、助言義務 (Beratungspflicht) を指すのかには、争いがあった。Vgl. Clemens Koch, Discount Broker, 2002, S. 159ff. ただ、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解していた。この点については、川地・前掲注 (63) 15頁以下が詳しい。

を求める義務を業者に課していた（以下では、「顧客属性調査義務」とする¹¹²⁾）。旧法及び 2018 年証券取引法においては、業者が提供するサービスに応じて、適合性審査義務と適格性審査義務を区別しているが、1995 年ドイツ証券取引法においては、提供されるサービスに関わりなく、一律の義務内容が規定されていた点に特色がみられる。以下で検討する 2003 年判決は、助言や個別的説明といったサービスを排し、標準化された書面の交付による情報提供を行うほかは、顧客注文の実行に徹するというビジネスモデルを採用するディスカウントブローカーに、私法上、いかなる水準の顧客属性調査義務が課せられるのかが争われた事案である。それゆえ、旧法及び 2018 年証券取引法における不適格な取引に対する警告を発する前提としての適格性調査が直接問題となった事案ではないにせよ、1995 年ドイツ証券取引法下のディスカウントブローカーの顧客調査義務を BGH がどのように解していたかを知ることは、今日の私法上の適格性審査義務の内容を理解する上で、一定の参考になろう。次節では、この 2003 年判決を確認する。

第二節 2003 年判決

1. 事実の概要

2003 年判決では、以下の事案が問題となった。原告は、いわゆるディスカウントブローカーとして、証券サービスを提供していた。原告は、証券注文の実行に限定し、顧客に対して、あらゆる助言及び個別的説明を拒否していた。

被告は当時 30 歳で、修辞法学博士論文準備者であり、コピーライターとしての平均年収が約 30,000 DM ほどあり、1998 年 8 月に、原告のもとで証券管理口座を付随口座と共に開設した。被告は、契約準備の際に、原告の申告用紙に記入をした。その申告において、被告は、自身の自由処分可能純資産を 20,000 DM と記入し、また、被告は、リスククラス 5（外国株式、とりわけ、新興市場株、及びオプション証券取引を含んでいる）において、均衡のとれた投資判断をするために必要な知識を有しているとし、また、投資経験を 12 年来と申告した。被告は投資目的として極めて高い期待収益と投入資産全損に至るリスク受容性を挙げた。加えて、被告は、原告の記入用紙に署名した。そこでは、原告はディスカウント

112) ドイツの文献においては、「調査義務 (Erkundigungspflicht)」と称されている。Vgl. Möllers, a. a. O. (Fn. 64), § 31, Rn. 151-218.

ブローカーとして助言も説明も提供しないこと、顧客は自らの取引を自分自身の管理下で行うことが指摘されていた。また被告は、記入用紙において、自分の生計を危うくすることのない資産のみに限って投機に投入すべきこと、投機買いは決して信用によってなされるべきではないことを明確に理解していることを認めた。さらに被告は、原告から情報案内冊子「証券への資産投資に関する基本情報」を受領した。そこには、とりわけ次のことが詳説されていた。「信用による証券購入のリスク。もっとも、以下のことにご注意下さい。投機的参加は、たとえお客様が極めてリスク愛好的であられても、投資の一部を越えるべきではございません。このようにすることによってのみ、お客様が資金を必要とされるようになったために、あるいは、市況が不安定になったために、お客様が証券を市場不況のさなかにおいて売却する必要がないことが保証され続けます」。

被告は、原告のもとで、最初にオプション証券取引を自らの資金で行った。1999年12月、被告は管理口座にさらに30,000 DMを入金した。これは、他で借り入れられたものであった。以後、被告は規模を拡大させながら、株式の買いと売りを行った。その際、被告は自らの管理口座をますます借越とし、原告によって算出された証券管理口座の担保貸付価値をもかなり超えた。原告は、当初は口座借越を容認した。しかし原告は、書面によって、1999年12月17日及び2000年1月26日、2月10日、3月2日、同17日に、被告に対して、そのときどきの口座借越のうち管理口座の担保貸付価値による裏付けのない部分の回復を求めた。その際、上述の全ての書面において、原告は、被告に以下のように要請した。すなわち、市況の下落は、担保貸付価値を減少させかねず、それによって、担保されていない当座借越を増加させかねないことにつき、お客様にご注意頂きたい、と。

それにもかかわらず、被告は、2000年3月末まで、更なる株式を多数購入した。とりわけ、その大部分が、いわゆる新興市場に分類されるイスラエルの株式 OTI on Track Innovations (以下、「OTI」とする)であった。その際、被告の原告に対する債務の拡大にも関わらず、最初のうちは、被告は、著しい正味証券資産を構築することに成功した。

2000年のさらなる経過の中で、証券相場の下落のために、被告の管理口座が激しい価値欠損に至り、その際、特に OTI 株は激しい価値減少を被った。被告は、2000年3月末に、証券の売却にとりかかった。しかし、それらの売却の規

模は、被告の原告に対する債務を返済するためには十分ではなかった。2000年9月、原告は被告に対して取引関係の解除を通知し、被告の管理口座になお残っていた証券を処分し(割引き)、そして、2000年10月31日に、被告の信用残債務を298,029.82 DMと算出した。

原告は、被告に対して、152,380.23 €を利息及び訴訟前の督促費用とともに求めた。被告は、自身の反訴において、6,000 €の支払いを求めた。被告は以下のように主張した。原告は損害賠償義務がある。なぜなら、原告は、信用投機のリスクに関する特別な説明をなしておらず、また、当座借越を、被告の履行能力を超えて認めたという義務違反があるからだ、と。とりわけ、被告は、原告が2000年3月末のOTI株の買いを防がなかったことを非難し、これらの買いがなければ、被告には原告によって請求された負債額ではなく、貸方額として6,000 €以上が生じていたと主張した。

2. ¹¹³⁾ 原審の判断

原審は次のように述べて、被告の控訴を棄却した。

被告が本訴において抗弁とすることができるとした、又は被告が反訴において根拠とできるとした原告に対する損害賠償請求権は、被告に当然に認められるものではない。原告は、証券取引法31条に基づく被告に対する義務に違反していない。

もちろん、証券取引法31条は、同法の監督法規たる性質にも関わらず、民法823条2項の意味での保護法規と考えられている。それだけではなく、証券取引法31条に列举された法的義務は、その不履行が契約締結上の過失の原理又は積極的契約侵害に基づく損害賠償義務を根拠づけると解されている、契約準備段階における、又は、注文実行に際しての付随的注意義務の形態として理解されなければならないといわれている。しかしながら、証券取引法31条及び同法の基礎をなしている証券サービスに関するヨーロッパ指令を考慮しても、自らの顧客に対して、助言をする用意も具体的投資者との個別の関係に合わせられた説明を行う用意もないことを明白にしているディスカウントブローカーには、低減された

113) OLG Stuttgart Urt. v. 18. 12. 2002. なお、第一審は、LG Tübingen v. 22. 2. 2002であるが、接することができなかった。

義務水準のみが生じる。ディスカウントブローカーは、自身の情報提供義務を、顧客に対して、意図された証券取引及びそのリスクに関する標準化された説明を提供することによって履行することができる。

本件において、原告は数回の指摘を通じて、被告に次の事項をはっきりと説明している。すなわち、原告は、証券取引法 31 条 2 項 2 号の文脈における説明を、縮小された程度で提供するにとどまるであろうこと、そして、それによって、被告との関係における原告の義務水準は明白に減少する、と。原告は、それゆえに、情報提供について負担している義務水準を、被告に交付された説明冊子を通じて履行している。さらなる説明活動、とりわけ、被告に対する個別の説明は、証券取引法 31 条 2 項に基づき、不要であると解するべきである。

これは、同様に、投機目的への信用供与に対しても、原告が被告の知識、経験、投資目的、財産状態に関する十分な調査に基づき、被告に十分な情報提供をなしている限り、妥当する。原告は、取引関係の開始にあたり、説明冊子及び申告用紙において、信用による証券投機の特別なリスクに関しての一般的指摘を被告に対してなしているだけでなく、最初に口座借越が担保貸付価値を越えたときから、度重ねて、個別的に、被告に対して、その時々を受領がなされた担保貸付の具体的経過をも指摘しており、また、その際、原告が有する担保されていない口座借越の即時解除権をも指摘している。原告にはその上更なる追加的干渉は義務付けられていない。証券取引法 31 条の投資者保護規定は、自らの顧客に信用を供与する銀行の権利の制限を含んでいないし、また、信用を利用する顧客の権利の制限を含んでいない。それゆえ、原告は、自らに与えられた証券購入注文を拒絶することを義務付けられていないと解するべきであるし、又は当該注文と結びついた口座借越を拒絶することを義務付けられてもいないと解するべきである。

以上が原審の判断である。これに対して、被告は、原告は被告の証券取引に関する知識及び経験につき十分に、徹底的に、詳細かつ具体的に質問をしなかったという点において、証券取引法 31 条 2 項第一文 1 号（顧客調査義務）に違反しているなどとして、上告を行った。次に、BGH の判断をみよう（以下、太字による強調は筆者による）。

3. 判旨【上告棄却】

原審の詳論は、少なくとも結論としては、法的再検査に耐える。同時に、以下の点が未解決かもしれない。すなわち、証券取引法 31 条違反が、契約締結上の過失及び積極的契約侵害の観点のみならず、民法 823 条 2 項に基づく損害賠償義務を基礎づけ得るという点で控訴審裁判所は維持することができるか否かという点である（既に BGHZ 142,345,356 においても未解決のままとされている）。いずれにせよ、正当にも、控訴審裁判所は、原告の被告に対する義務違反を否定している。

原告は、被告に対して限定された情報提供義務のみを負っているという原審の出発点は的確である。原告は、被告に対して、取引関係の開始に先立ち、ディスクアウントブローカーとして、個別的助言及び説明を提供しないことを明確に指摘しており、また、被告は、自らが証券取引に精通していると申告しており、また、個別的助言を望んでいないと申告している。それゆえ、当事者の関係に 1999 年 10 月 5 日判決¹¹⁴⁾の原理が適用される。これに基づき、原告は、被告の申告を信頼

114) BGH Urt. v. 5. 10. 1999, BGHZ 142,345. 同判決（以下では「1999 年判決」とする）については、川地・前掲注 (63) 32 頁以下のほか、拙稿・前掲注 (7)「責任配分法理 (4)」13 頁以下。1999 年判決は、ディスクアウントブローカーには、一定の条件下で、助言義務排除、(必要事項が記載された定型的書面の交付による説明義務の履行が認められるという意味での)説明義務低減が認められるとしたリーディングケースである。

1999 年判決は、ノックアウトオプション等の取引で損失を被った顧客が、ディスクアウントブローカーに損害賠償を求めた事案である。同事案において、原告は、口座開設時に、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、と申告していた。また、被告たる業者は、ディスクア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、限定的情報提供のみを行うとし、オプション取引の説明冊子を交付していた。以上の事案における、1999 年判決の要旨は以下の通りである。

① 取引開始時に、知識及び経験を有する投資者のみを対象とし、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業者が表明した場合において、かかる業者の表明を認識し、説明の要望なしに意図した注文を発した顧客は、説明は不要であると表明したものと推定され、それゆえ、説明の必要性は原則として否定される。

② 証券取引法 31 条 2 項第一文 2 号に基づく説明の必要性は、投資者に説明の必要性がない場合にも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言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 項第一文 2 号も、かかる投資者を投資者ノ

してよく、また、個別的説明及び助言は不要であると思ってよい。証券取引法 31 条 2 項第一文 2 号による原告の義務は、意図された証券取引について、標準化された情報を備えたしかるべき文章による資料を被告に提供することに限定される。

正当にも、原審は、原告が被告に対するこれらの義務を履行しているという結論に至っている。原告は被告に文章による基本的資料を提供している。その中では、証券取引に伴うリスクが一般的に通知されており、また、取引所先物取引に関するリスクについては、特に十分に通知されている。また、信用による証券投機を行うことに関する強烈的な警告が含まれている。原告は、——とりわけ、被告のアカデミックな知識及び被告によって申告された長年にわたる取引経験を考慮して——被告は、これらの情報提供及び警告を理解しており、また、自身の証券取引に際して、自己責任の下で決定を行うことができるということを前提としてよい。

それに対して、上告において、不当にも次のように主張されている。すなわち、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、原告は、被告の証券取引に関する知識及び経験につき、十分に、徹底的に、詳細かつ具体的に、被告に対して質問をしなかったためである、と。

原告が被告に対して要求し、入手した申告は、被告を、十分な知識を備え、長年にわたる経験があり、そして、高度なリスク受容性がある証券投機家であり、標準化された書面による情報資料以外の、さらなる説明や助言は不要であると判断するために、具体的かつ明らかに十分であると解するべきである。

被告の申告を原告が再検査することを可能とする細目について、原告は尋ねる必要はない。むしろ、原告は、被告の申告を信頼してよい。証券取引法 31 条 2 項は、投資者を投資者自身から守るという意義を有しない（1999 年判決）。さらに被告の申告が不正確であったことは認識されていないし、また、明白ではない。被告の高額な借用と関連しても、原告は被告に対して負担する自身の義務に違反

、自身から保護する意図を有さない。

③ 説明は不要と表明したものと推定される顧客に対して、例外的に説明の必要性が肯定される場合とは、実際には当該顧客に説明の必要性が存在することにつき、業者が悪意又はその不知につき重過失がある場合である。

していない。

信用による証券投機は —— 通常なされるように —— 取得された証券が信用の担保に供される場合には、下落相場においては、担保はもはや十分ではなくなり、信用を与えた銀行は、投機家に相場下落の渦中で投機家の証券を売却することを強制し、その結果、著しい損失が実現するという、投資家にとっての特別なリスクを常に伴う。これは、投入された資本の全損を帰結し得るし、また、それに留まらず、投機家の債務超過をも帰結し得る。それにもかかわらず、銀行は、自らの顧客に証券取引のための信用を供与することを禁止されていない。証券取引法は、そのことに関して、何らの変更をも加えていない。その逆に、証券取引法 2 条 3a 項 2 号が規定するように、かかる信用は、原則的に許容されているのであり、そして、それは証券付随サービスとして、31 条の誠実規則¹¹⁵⁾に服さしめられているのである。

原告は、これらの規則を履行している。原告が取引関係の開始時に被告に提供した情報資料には、全ての必要な情報と、信用による投機のリスクに関する警告が含まれている。とりわけ、情報案内冊子「証券への資産投資に関する基本情報」における、関連する詳論は、明瞭さにおいて申し分ない。いずれにせよ、被告に対する特別な警告は、証券購入のための借用の開始時に、必要ないと解するべきである。

後の被告の負債規模の増大が、原告に特別な警告を義務づけるか否かという問題が未解決のままかもしれない。原則として、ディスカウントブローカーにも、特別な警告が義務付けられるべきであるのは、顧客の注文がそれ以前に表明された（筆者注：投資）目的像から明らかに逸脱している場合、又は、注文の意義とリスクが間違っ^て評価されていることが認識できる場合である。被告によって特に高度なリスク受容性が表明されているにも関わらず、これらの要件が充足するか否かは、判断されることを要しない。なぜなら、原告は、場合によっては負担する特別な警告義務を十分な程度で果たしているからである。取引銀行も、原告の代わりにもはや行う必要はない。

少なくとも被告の口座借越が被告の証券管理口座の担保貸付価値を未だ超えてはいない間は、文章による情報資料に含まれている警告を越える特別な警告をな

115) 誠実規則に関しては、後掲注 (116) を参照。

すべき特別な理由はない。被告の口座に含まれている各証券は、それぞれの市場価値のうち、ボラティリティーによる影響を受けにくい部分に応じて、異なる在り方でのみ担保貸付価値を認められていた。例えば、外国株式は50%についてのみ価値を認められていたし、オプション証券は全く価値を認められていなかった。それゆえ、被告の債務が担保貸付価値を超えることがない限り、原告によって既に十分に警告されているあらゆる信用投機の一般的リスクを上回るような危険を必然的に伴うことはない。

特別な警告をなすべき原告の義務は、それゆえ、以下の時点において生じる場合もあり得ると解するべきである。すなわち、被告が更なる新たな株式購入を通じて、自身の口座借越を自身の証券管理口座の担保貸付価値を超えて増大させ、それによって追証、又は、自身の信用債務の縮小を手配しなければならないという直接的危険に身をさらした時点である。

かかる警告義務が生じていたとしても、原告はその義務を全面的に果たしていると解するべきである。原告は、1999年12月17日をおかきりに、当座借越の改善についての度重なる督促を欠かすことなく行っており、それによって、高額の信用債務に伴うリスクを指摘しているし、とりわけ、担保を伴わない当座借越についての原告の即時解除権に注意を向けさせている。

それにもかかわらず、被告が、2000年3月末まで原告からの全ての督促及び警告を聞き流した場合も、そして、それに不十分にのみ従った場合も、被告は、それによって生じた損害の責任を原告に負わせることはできない。とりわけ、被告は、原告が被告の購入注文を実行してはならなかったし、そして、当該注文に伴う口座借越を許容してはならなかったと、原告を非難することはできない。証券取引法31条1項1号¹¹⁶⁾の利益擁護義務は、十分な説明と警告を受けた顧客を、顧客の決定の自由を制限することによって、顧客自身から顧客を保護するという役割を有していない。

自己資金の備えが不十分であるにもかかわらず、リスク性の高い投機取引がな

116) 1995年ドイツ証券取引法31条1項1号は、次のように規定していた。

【1995年ドイツ証券取引法31条1項】

証券サービス業者は以下の義務を負う。

1号：証券サービス及び証券付随サービスを、顧客の利益に従い、必要な専門的知識、注意深さ、誠実さをもって提供すること。

されるべきか否かの決定及び責任は、むしろ証券取引法施行後も、もっぱら顧客あるいは顧客のために取引を行う代理人が負担する責務である。証券サービス業者は、それゆえ、十分な情報提供を受けた顧客による、客観的には無分別な注文についても、実行してよい（BGHZ 147,343,349）。

これにつき、上告における主張とは異なり、1993年5月10日の証券サービスに関するヨーロッパ共同体委員会指令 93/22EWG¹¹⁷⁾は、変更を加えることはできない。指令に照らしても、証券取引法 31 条が、十分に情報提供を受けた顧客の明確な意思を無視するという証券サービス業者の義務を根拠づけると解釈することはできないというべきである。

加盟国に、証券業者の営業につき「顧客にとって最善の利益において」という誠実行動規則の公布を命じる指令 11 条¹¹⁸⁾からも、また、指令が冒頭に置く指令の目的たる投資者保護に関する提案理由からも、正しく理解された顧客の利益に顧客注文が一致しないという理由に基づき、顧客を後見し、かつ、十分に情報提供を受けた顧客の注文を拒絶することを証券サービス業者が義務付けられるべきであるという根拠を見出すことはできない。上告におけるこの論点¹¹⁸⁾が、ヨーロッパ共同体の裁判所に対して提出が必要であると解される理由は存在しない。

いわゆるディスカウントブローカーに個別的指摘及び警告義務を完全に免除することがヨーロッパ法上許容されるかという上告において提起された問題は、同様に、ヨーロッパ共同体の裁判所に対する照会を正当化しない。かかる問題は、判決上問題ではない。なぜなら、原告は、上述のように、被告の限度を超えた信

117) Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field. 以下では、「投資サービス指令」とする。

118) 投資サービス指令 11 条 1 項第一インデントは、次のように規定していた。

【投資サービス指令 11 条 1 項】

加盟国は、証券業者が常に遵守しなければならない行為規則を作成するものとする。当該規則は、少なくとも以下のインデントに提示する諸原則を満たしており、かつ、サービスが提供される者の職業上の性質を考慮した方式で適用されるものとする。さらに、加盟国は、それらの規則を、適切な場合には、付属書 C 節に列挙された非コアサービスに対して適用するものとする。加盟国は、以下の諸原則を証券業者に遵守させるものとする。

一顧客の最善の利益と市場の完全性に従い、ビジネス活動を行う際に、誠実かつ公正に行動する。

用利用に対して、被告に全ての必要な個別的警告及び督促を与えているからである。

正当にも、控訴審は、被告への原告による口座借越の容認は、被告の経済状態を考慮するならば、銀行の一般的通例ではないという被告の非難についても、有効なものとはさせていない。顧客によって提供された担保の価値含有性と同様に、顧客の信用力を (BGHZ 147,343,349)、銀行は、原則として、自身の利益及び銀行システムの安全のためにのみ調査しなければならないのであって、顧客の利益のために調査しなくてもよい。顧客の信用希望に、銀行の一般的慣行に基づき是認できる程度を越えて応じた銀行は、それによって顧客に対する義務違反を犯してはいない。

よって、被告の上告は失当であり、棄却されなければならない。

4. 検討

以上が、2003年判決の全容である。この2003年判決は、2018年証券取引法とは異なる、1995年ドイツ証券取引法を前提とし、かつ、適格性審査の前提としての顧客属性調査ではなく、情報提供義務の前提としての顧客属性調査の義務内容等が争われたという相違がある。しかし、かような前提となる法状況の相違があるにせよ、情報提供義務の前提たる顧客属性調査義務と私法上の損害賠償責任との関係について、以下の重要な点を示唆する。

第一に、2003年判決における顧客属性調査は、上で見た今日の顧客属性調査に比べ、調査の対象が広い。投資目的及び資産状態についても審査が及んでいる。これは、1995年証券取引法が、提供されるサービスごとに、異なる義務を規定していなかったこと等に起因するものである。そして、知識及び経験¹¹⁹⁾に関しては、申告用紙を用い、(恐らく、学歴及び)投資経験年数を尋ね、かつ、様々な種類の金融商品をリスク毎に分類し、各クラスの知識を問うという手法が用いられている。これは、本質的に、現在の適格性審査の手法と異なるところはない(今日の適格性審査は、各リスククラスごとの最近数年の取引回数を問う形となっているという意味では、2003年判決の適格性審査よりもやや詳細であるともいえる)。この、顧客の知

119) 詳細に関しては、前掲注(65)において示した通り、拙稿・前掲注(7)「責任配分法理(4)」20頁以下及び58頁を参照。

識及び経験に関しての、2003 年判決の事案における顧客属性調査と、今日の顧客属性調査との顧客属性調査の本質的同一性がまずは確認に値する。

第二に、2003 年判決においては、かかる調査を前提とし、顧客が取引に内在する「リスク」を（適切な内容を具備した標準化された冊子を交付することによる情報提供により）「理解できる」ことを前提としてよいとされている。これは、情報提供義務の文脈での判断ではあるが、2018 年証券取引法における適格性審査が、取引の対象となる金融商品のリスクを理解できる知識及び経験を有するかを問題とする以上、適格性審査の前提としての顧客情報調査と、1995 年ドイツ証券取引法下の情報提供義務の前提としての顧客属性調査との間には、一定の同一性を見出すことができよう。

第三に、2003 年判決は、前述の方式における顧客属性調査では不十分であるとする投資者側の主張を明確に退け、業者が申告に基づき入手した情報は、当該投資者が長年の取引経験があり、投機取引に精通していること、そして、リスク理解力があると判断するために、具体的で明らかに充分であると判断している。

第四に、2003 年判決は、顧客の申告の再検査を可能とする細目を設け、質問する必要はないこと、むしろ顧客の申告を信頼してもよいことを明らかにしている。

第五に、2003 年判決は、顧客の申告の内容の確認義務が例外的に生じる場合を示唆する。それは、顧客の申告の不正確性を認識していた場合、又は、不正確性が明白である場合である。この点、今日の委任規則 55 条 3 項が、顧客提供情報が「明らかに古い、不正確、または、不完全であること」を認識していたか、認識できた場合を除き、顧客提供情報に依拠した適格性審査を行えばよいとする点と連続性を有している。

以上の他にも、2003 年判決は重要な示唆を与えているが、本稿の検討対象から外れるものであるため、それらは別稿の課題とし、本稿における検討は、以上に留める。

120) 例えば、顧客が証拠金が不十分であるにも関わらず信用取引を希望した場合に、私法上取引拒絶を命じられる場合があるかという論点は、拙稿・前掲注 (7) 「下級審判例」において検討した。「受託規制法理としての適合性原則の存否と、存する場合の義務水準」と密接にかかわる。

第三節 不適格であるとの判断に至った場合の私法上の効果

以上が、2018年証券取引法における適格性審査と私法上の損害賠償責任との関係について、2003年判決から得られる示唆である。1995年ドイツ証券取引法は、その後、MiFID Iを国内法化するために旧法へと改正され、そして、MiFID IIを実施すべく、2018年証券取引法へと移行している。しかし、それらが、2003年判決の判示事項を変更すべき要請を加えていない限り、適格性審査の前提たる顧客属性調査において、私法上要求される義務水準に変更はないものと推測することが許されよう。

なお、この2003年判決が引用する1999年判決からは、適格性審査の結果、不適格との評価に至った場合の、私法上の効果が判明する。1999年判決が、ディスカウントブローカーに対して、助言義務排除及び説明義務低減を認める論理構成は、主体的投資判断が可能な知識及び経験を有する者のみを取引の対象としており、助言や個別的説明は一切行わないことを業者が投資者に明示した場合において、個別的説明を求めることなく当該顧客が注文を発した場合には、当該顧客は、説明は不要であると言明したものと推定されることにより、「説明の必要性」が欠如する、というものであった。そして、かかる推定が覆り、「説明の必要性」が生じるのは、実際には当該顧客には説明の必要性が存することにつき、業者に、故意又は、その不知につき重大な過失がある場合であった。それゆえ、第一に、適格性審査の結果、不適格であるとの結論に至っている場合には、2018年証券取引法との関係では警告義務が生じるが、1999年判決との関係においては、説明の必要性を業者が認識している（故意が存する）と評価され、個別的説明義務が業者に課されることとなるものと考えられる¹²¹⁾。この際、業者は、個別的説明義務を履行した上で、顧客注文に応じるか、個別的説明義務の履行を回避するために、顧客注文を拒絶するか、いずれかの選択に迫られることとなる。このいずれかをディスカウントブローカーが選択しているのかは、定かではない。しかし、個別的説明義務を履行することは、ディスカウントブローカーのビジネスモデルである規格化・標準化と矛盾することとなる。そして、適格性、すなわち、リスク理解力に欠ける顧客に対して、いかなる範囲と程度において説明を行えば、個別的説明義務を満たしたことになるかにつき、不確実性が存在する限り、事後的に

121) ドイツにおいても、Fuchs, a. a. O. (Fn. 7), § 31, Rn. 286がこの余地を指摘する。

必要な説明をなしていなかったとして、説明義務違反による損害賠償責任を問われる可能性を排除できない。それゆえ、損害賠償責任を問われかねないリスクをとり、自らのビジネスモデルと矛盾する措置を講じて顧客注文に応じるという対応をディスカウントブローカーがとることは考えにくい¹²²⁾。実務の大勢と本稿のこの推論が一致している場合には、ドイツにおいては、顧客による不適格注文に対しては、我が国における広義の適合性原則に相当する法理を受けた業者の対応として、取引拒絶が選択されていることとなる。

お わ り に

本稿では、2018年証券取引法における適格性審査義務の内容及び水準を検討した。適格性審査義務は、我が国の投資勧誘の大部分が該当する「投資助言」業務を行わない、顧客注文の実行を行う場面でも原則として妥当するものであり、勧誘規制法理としての適合性原則とは異なり、勧誘を伴わない場面においても原則として適用される適合性原則であると把握することができる。そのため、ドイツにおいて、非対面取引及びサービスの標準化志向という、我が国のネット証券会社と共通する特性を有するディスカウントブローカーが主として担うこととなる適格性審査義務を検討することにより、我が国における勧誘規制法理としての適合性原則とは性質を異にする、非勧誘規制法理たる取引開始規制法理としての適合性原則及び受託規制法理としての適合性原則の内容及び水準を相対化するための一つの参考を得ることができる。これが本稿の検討目的であった。

2018年証券取引法における適格性審査義務は、旧法と同様、顧客がいかなる種類の金融商品につき知識及び経験を有するかについて、顧客属性調査を行い、そこで得られた顧客情報に基づき、顧客注文の対象となっている金融商品等について、当該顧客がリスク理解力を有するかを審査することを内容としていた。そ

122) 1995年ドイツ証券取引法下の文献であり、かつ、財産状態に関する申告がない場合、又は不完全な申告がなされた場合に関しての記述であるが、Koch, a. a. O. (Fn. 103), S. 215によれば、いくつかのディスカウントブローカーにおいては、かような場合に、自らの顧客が、特定の高リスクの投資形態に新規参入することを拒絶しているとされていることは、今日のディスカウントブローカーの実務の内容についても、一定の示唆を与えるものと思われる。

して、不適格であるとの判断に至った場合等については、その旨の警告を発することが求められていた。

かかる適格性審査義務が何を目的とする法制度であるかについては、二つの異なる可能性が存在し、そのいずれであるかにより、義務内容の詳細及び義務水準が規定される。すなわち、適格性審査義務が、取引開始規制を目的とする法制度であるのか、それとも、受託規制を目的とする法制度であるのか、そのいずれかにより、要求される顧客属性調査の詳細度、適格性審査の対象、要求される顧客情報更新の頻度が異なる。また、そのいずれであるのかに関わらず、顧客提供情報の真実性を確保するためにいかなる措置を講ずべきとされるのかによっても、義務内容及び義務水準が大きく変動する。

この点、ドイツにおいては、適格性審査義務の目的は、受託規制であるとする見解が存在した。しかし、2018年証券取引法及び同法が義務の詳細の規定を委任する委任規則の規定からは、適格性審査義務を受託規制と理解することはできず、旧法下と同様、取引開始規制を目的とするものであると理解せざるを得ないというのが、2018年証券取引法及び委任規則の規定の検討を通じて本稿が下した暫定的結論であった。また、顧客属性情報の真実性確保のために一定の措置を講じることが委任規則において要求されているのは確かであるが、具体的要求水準は明らかではなかった。

この暫定的結論の妥当性及び真実性確保のために講じることが要求されている措置の水準を解明するため、次いでESMAが定めた適格性ガイドラインを検討した。この検討を通じて、同ガイドラインにおいては、問題となる金融商品の種類に応じて、顧客属性調査の詳細度を区別すること、取扱金融商品はその複雑性に応じて分類すべきこと、そして、金融商品の種類ごとにしきい値を設定することがあり得ることが前提とされていた。これは、例えば、信用取引の適格性審査において、株式の取引経験3年以上、1年あたりの平均的取引回数5回以上といった基準を定め、これに合致するかを判断することにより適格性審査を実施することがあり得ることを示すものであり、ESMAにおいても、適格性審査義務は、取引開始規制を目的とする法制度であると考えられている可能性が極めて高いことを示していた。また、顧客提供情報の真実性の確保のための措置としても、高水準の措置を講ずべきことは要求されていない。これらは、要するに、ESMAにおいては、いかなる種類の金融商品においても、一律の顧客属性調査を行い、

顧客提供情報が、特定のしきい値を満たす場合には直ちに適格性を肯定してよいとの立場は示されておらず、適格性審査義務は、対象となる種類の金融商品の複雑さに応じて、相応の充実が図られるべきであるとの理解が示されていた。もっとも、非対面及びサービスの標準化志向というディスカウントブローカーの特性と緊張関係を生じさせてでも可及的に充実を図るべきであるとの立場が示されているわけではなく、かかる特性と共存し得る限りにおいて、可能な限り充実が図られるべきであるとの立場が示されていることが確認できた。

また、本稿では、2018年証券取引法下の実務における顧客属性調査の一例を確認した。そこでは、取引口座開設時においても、リスク性の高い金融商品取引開始時においても、旧法下と同様、高度に標準化された申告用紙を用いて、顧客属性の把握が行われており、非対面取引及び標準化志向というディスカウントブローカーの特質と両立し得る方式が採用されていた。もっとも、リスク性の高い金融商品取引開始時に用いられる申告用紙は、旧法下と同様、調査内容の詳細度が高いことも把握できた。しかし、そこでの詳細度も、非対面取引及び標準化志向というディスカウントブローカーの特質と両立可能なものとなっていた。そして、これらの申告用紙により把握した顧客情報をもとに審査をなし得るのは、取引開始の適格性の有無であり、個々の注文内容が当該顧客に適格性を有するののかについては、審査をすることが不可能であるという意味で、前述の適格性審査義務は、取引開始規制を目的とする法制度であるという理解が正しい可能性がなお一層高まることも明らかとなった。

次に、本稿では、かかる実務における実践が、私法上、つまり、契約法上又は不法行為法上の義務を満たすものであるのか、それとも義務違反を構成するものであるのかにつき、参考材料を得ることができるBGHが2003年に下した判例を検討した。その結果、2018年証券取引法下においても、かかる高度に標準化された適格性審査は、契約法上又は不法行為法上要求される義務を満たすと考えられる可能性が高いとの結論を得ることができた。また、この2003年の判例が引用する1999年のBGHによる判例を併せて考慮するならば、2018年証券取引法下においても、適格性審査の結果、不適合であるとの判断に業者が至った場合、私法上、業者には、定型的書面の交付による説明に加え、加重された個別的説明義務の負担が生じることになることも判明した。2018年証券取引法上、業者には、適格性審査の結果、不適合であるとの判断に至った場合には、その旨の警告

が義務付けられている。この警告を受けたにも関わらず、顧客が取引の続行を望んだ場合、ESMAの見解によれば、業者には、顧客注文を拒絶したり、制限的に取引を認める義務が生じる場合があり得ることが示されていた。この業法上の要請如何に関わらず、私法効として、追加的に、個別的説明義務が生じるため、自らの特性たる標準化志向を犠牲にしてでもかかる説明義務を負担し、義務負担に伴う損害賠償リスクを甘受することを選択しない限りは、業者は、取引拒絶を行うこととなり、それが実務における通常考えられる選択となる可能性が高いことも、本稿の検討から明らかとなった。

さて、これらの検討結果を、前稿④で検討した、ドイツの適格性審査との類似性を有する我が国の下級審判例の大勢が示す取引開始規制法理の適合性原則の義務水準と比較するならば、我が国の法状況は、ドイツ法との対比では、次のように理解することができる。すなわち、我が国においては、下級審判例の大勢が理解するところによれば、(リスク性の高い種類の金融商品取引に際して)取引開始規制法理としての適合性原則の射程がネット証券会社にも及んでおり、取引開始の適合性の有無を審査すべき義務が私法上ネット証券会社にも課せられている。ただし、その義務水準は、勧誘規制法理としての適合性原則との対比においては、ネット証券会社の特質を害することがない低度なものとなっている点にその特色が見いだせた。これは、ドイツ法と軸を一にするものとなっており、ドイツ法との対比において、我が国の取引開始規制法理としての適合性原則¹²³⁾の存在とその義務水準が異常であるわけではないことが明らかとなった。

123) 両者の相違点としては、我が国においては、リスク性が必ずしも高いとはいえない種類の金融商品取引において、業界自主規制レベルにおいては、取引開始基準の確認を不要とされており、それら不要とされている種類の金融商品の取引開始に対しても、取引開始規制法理としての適合性原則の射程がネット証券会社に及ぶのかにつき下級審判例においても争われた事案が見当たらないため、法状況が明らかではないのに対して、ドイツ法では、このような区別をすることなく、第二層において取引がなされる限り、適格性審査義務に服するものとされている点をまず指摘できる。仮に、我が国における業界自主規制において取引開始基準の確認が不要とされている種類の金融商品につき、取引開始規制法理としての適合性原則の射程が及んでいないとするならば、この点において我が国の取引開始規制法理としての適合性原則は、ドイツ法に比べて、射程が狭いものとも考えられる。しかし、これは、我が国の業界自主規制において取引開始基準の確認が不要とされている種類の金融商品が、ドイツのディスカウントブローカーにおいては、基本的に第三層で扱われているとするならば、かかる理解をなすことはできない。↗

もつとも、ドイツ法との関係において、一定の類似的法状態にあることをもって、我が国における取引開始規制法理としての適合性原則等の存在とその義務水準が「望ましい」とも、「かくあるべきである」とも主張できるわけではないこと¹²⁴⁾はいうまでもない。前稿③、前稿④及び本稿の検討結果を踏まえ、我が国の取引開始規制法理としての適合性原則等の正当化、あるいは否定の論証が、今後の課題となる。これは、別稿において行いたい。

※本稿は、科学研究費補助金・若手研究 B「ネット証券会社に対する狭義の適合性原則の射程（2017 年度-2019 年度）」の助成による研究成果の一部である。

ㄨ また、我が国においては、広義の適合性原則に基づく義務の履行の前提として、いかなる種類の金融商品取引が問題となっているにせよ、顧客属性調査が必要であることも看過できない。そして、我が国における広義の適合性原則に基づく義務の履行の前提としての顧客属性調査においても、取引開始規制法理としての適合性原則に基づく義務の履行場面においても、顧客の知識及び経験に限らず、財産状態と投資目的も、調査の対象とされている点は、本稿において検討した 2018 年証券取引法や委任規則、ESMA のガイドライン、そして、実務における実践との対比において、我が国の法状況は、ドイツ法よりも内容が充実しているとも言える。かかる我が国の法状況の妥当性あるいは不当性の論証は、別稿において行う。

124) 逆に、ドイツ法と我が国の法状況が乖離していることをもって、直ちに、「我が国の法は改められるべきである」と主張できるわけでもないように思われる。