

投資一任業務を行う 投資運用業者の適合性の原則

——日米の比較法研究を中心に——

論
説

牛丸 弘行

はじめに

第1章 米国における投資運用業者の適合性の原則の概説および違反事例

第1節 概説

第2節 SECの審決に見る投資運用業者の適合性の原則違反の事例

第2章 1994年のSECによる適合性の原則を法典化するルールの提案

第1節 概要

第2節 Rule 206(4)-5案の適合性の義務について

第3節 Rule 206(4)-6案による資産保管人による口座取引明細書の顧客への送付

第4節 Rule 204-2の改正案による記録の作成・保存

第5節 適合性の原則の提案規則に関する見解

第3章 我が国における投資運用業者の適合性の原則

第1節 投資一任契約勧誘時の適合性の原則

第2節 投資一任契約締結後の適合性の原則

第3節 適合性の原則の違反の効果

おわりに

はじめに

金融商品取引法（以下、「金商法」という。）は、金融商品取引業者等の適合性の原則を定めている。一般的には、適合性原則は、狭義の適合性原則と広義の適合性原則に分けられると理解されている。

まず、金商法40条1号は、金融商品取引業者等は、業務の運営の状況

が、金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況および金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあることのないように、その業務を行わなければならないと定めている。金商法40条1号の趣旨について、同法36条1項に定める金融商品取引業者等の誠実義務を具体化したものであると解する説がある⁽¹⁾。同規定に違反する金融商品取引業者等は、行政処分（金商法51条・52条1項6号）の対象とされており、また、民法上の損害賠償（民法709条）を請求されることもある。金商法40条1号は、適合性原則に反する投資勧誘を明文で禁止したものと解されている⁽²⁾。

狭義の適合性原則は、一定の投資家に対しては、いかに説明を尽くしても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならないという原則であり、金商法40条1号が規定するところである⁽³⁾。

次に、広義の適合性原則は、投資家の知識、経験、財産力、投資目的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原則である⁽⁴⁾。これは、金商法38条8号、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「金商業府令」という。）117条1項1号の実質的説明義務に取り込まれているものである⁽⁵⁾。

-
- (1) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタル2 一業規制』（商事法務，2014年）352頁〔志谷匡史〕，神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書林，2012年）748頁，川村正幸編『金融商品取引法（第5版）』（中央経済社，2014年）411頁〔芳賀良〕参照。
 - (2) 黒沼悦郎＝太田洋編『論点体系 金融商品取引法2』（第一法規株式会社，2014年）148頁－149頁〔濃川耕平〕。
 - (3) 金融審議会第1部会「中間整理」（第1次）〔平成11年7月6日〕17頁。
 - (4) 同上18頁。
 - (5) 松尾直彦＝松本圭介編『実務論点金融商品取引法』（金融財政事情研究会，2008年）159頁。

投資運用業者も金融商品取引業者に該当するために、狭義の適合性原則と広義の適合性原則の適用を受けることになる。

投資運用業者に適合性の原則が適用される場合は、2つある。まず、投資運用業者は、顧客と投資一任契約を締結するにあたっては、顧客の知識、経験、財産の状況および投資目的に適合した投資一任契約の勧誘をしなければならない。さらに、投資運用業者は、投資一任契約の授権に基づいて証券の売買を行うのであるが、その売買は、投資一任契約に定められた投資目的等に適合したものでなければならない。

このように、投資運用業者については、2つの段階で適合性の原則が問題となるが、従来の我が国の適合性の原則に関する研究は、主として、証券会社による金融商品取引行為の勧誘における適合性の原則に関するものであった。一方、投資一任業務を行う投資運用業者の適合性の原則に関しては、それほど多くは議論されていなかった。⁽⁶⁾

本論文では、米国の投資運用業者の適合性原則に対する規制の動向を研究することにより、我が国の投資運用業者の適合性原則に関し、その理論的根拠、適用の範囲、違反の効果等につき、分析を行う。

第1章 米国における投資運用業者の適合性の原則の概説および違反事例

第1節 概説

米国において、投資運用業者に対する適合性の原則は、1940年投資顧

(6) 投資一任契約において、投資決定の裁量権に具体的な限定を約定することもできるが、そのような限定がなくとも、顧客の投資目的等に適合するように投資一任業務を遂行する義務を負う(金商法40条)と指摘する学説がある。神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘・前掲注(1)619頁注(2)。神田=黒沼=松尾・前掲注(1)421頁〔石田眞得〕。

問法（以下、「投資顧問法」という。）で明記されているものではない。米国では、投資運用業は、投資顧問が顧客との投資顧問契約の中で投資運用の授權規定を設けることにより行われており、投資顧問が投資運用業の主な担い手である。投資顧問は、投資顧問法の下で、適合的な投資助言のみを提供するという黙示的義務を負っていると解されている⁽⁷⁾。

本論文第2章で紹介する1994年のSECによる投資顧問の適合性の原則を法典化する規則の提案リリースにおいて、SECは、投資資裁量権が与えられた顧客口座における投資顧問による各取引が、投資助言を構成するという解釈をとっている⁽⁸⁾。SECの解釈をとると、投資顧問は、投資助言業務ばかりでなく、投資運用業務についても、適合性の義務を負うことになる⁽⁹⁾。適合性の原則に違反した投資顧問は投資顧問法206条の責任を負うと解されている。SECは、投資運用業者の適合性原則に関し、多くの執行訴訟を提起している。詳細は本論文の第1章第2節において紹介する。

SECの上記提案は、さらに、顧客の財務状況、投資経験、投資目的の記録の保持を行うよう投資顧問に要求するものであった。

SECは、上記提案を発するにあたって、次のように述べた。すなわち、上記規則案は、新たな義務を課すものではなく、むしろ現存する義務を法文化するものであるということである。当該提案のリリースで述べられたSECの見解は、投資顧問についての適合性原則の説明として、重要であると考えられる。詳細は、本論文の第2章において紹介する。

以下では、まず、投資運用業を行う投資顧問に要求される適合性原則の

(7) James E. Anderson, Robert G. Baganl and Marianne K. Smythe, Investment Advisers: Law & Compliance Vol. 1, 9-10 (2009).

(8) SEC, Inv. Adv. Act Rel. No. 1406, 1994 SEC LEXIS 797 (Mar. 16, 1994).

(9) Tamar Frankel, Arthur Laby, Ann Taylor Schwing, The Regulation of Money Managers, Vol. 2, Ch 16-25 (3d ed. 2015).

特色についての学説を紹介する。

1 投資助言業者と投資運用業者の適合性の原則の違い

投資顧問の適合性の基準は一律のものではなく、投資助言のみを提供する投資顧問の適合性原則と投資裁量権を与えられた投資顧問の適合性原則⁽¹⁰⁾には、以下のような違いがあると指摘されている。

投資助言を提供する投資顧問に適用される適合性原則は、推奨した証券が顧客の需要に適合することを要求する。もし、顧客が投資顧問の支配下または影響下でない場合であって、みずから賢明な投資決定を行うことができる者であるときは、投資顧問は、投資家をして、投資が適合的か否かを決定することを可能ならしめるために、すべての関連する情報を開示することによって、適合性原則違反の責任を免れる。しかし、投資裁量権が投資顧問に与えられている場合、投資顧問は、顧客の投資目的等に適合した投資を実行しなければならないと解されている。例えば、顧客の投資能力を超える取引、または顧客にとって経済的意味が全くない取引は、そのことだけで、適合していないと解されている。

一般的に、投資顧問は、顧客に対して、適合した推奨を行う義務を放棄することはできない。しかし、特定の取引を行うことを許容し、特定の取引に関する適合性の義務を免除することは可能である。投資顧問は、顧客が当該投資顧問の投資助言に反する取引を行ったとしても、当該取引に関する責任を負わない。これに対し、投資裁量権を有する投資顧問は、顧客から投機的な取引を行うことを要求された場合、投機的な取引が適合性の原則に反すると考えるときは、投機的な取引を行うことを拒絶しなければならない。

(10) 以下につき、Id. at 16-26-16-27。

2 証券会社と投資顧問の適合性の原則の違い

証券会社の適合性原則と投資顧問の適合性原則の違いは、以下のよう⁽¹¹⁾に説明されている。

証券会社が証券取引を勧誘し、または推奨するとき、顧客の利益に対立する利益を有している。証券会社の収入は、売買委託手数料または売買差益に依存している。証券会社とその顧客との間に信認関係が存在する程度において、適合性の原則は、忠実義務から生じるものであり、かつ証券会社の利己的な利益実現の傾向に対し牽制するものとして必要なものである。適合性の原則は、証券会社とその顧客との委託手数料の支払い契約によって作り出される証券会社の利益相反関係に対応するものである。

他方、投資運用業者の適合性の原則は、証券会社の適合性の原則の単なる類推によって適用されるものではない。投資運用業者は、顧客に対し、証券を売るのではなく、パフォーマンスを売っているものであり、運用管理している資産の一定パーセンテージの報酬を得ているのである。もちろん、投資運用業者も顧客と利益相反関係が生じる場合もある。例えば、投資運用業者が冒険的な運用により貧弱な運用成績を回復させたり、売買委託手数料に依存する証券業を兼業したり、証券会社からの顧客の斡旋に依存している場合や、または証券会社との取引により、投資運用業の管理やりサーチのコストを節約できるという場合である。

しかし、このような利益相反の関係が存在しない場合でも、投資運用業者は、適合性の義務を負う。投資運用に裁量権を有する投資運用業者は、投資が適合していることを保証する最良の地位にあり、かつ、適合した投資判断を行う者として雇用されているのである。

(11) Harvey E. Bines, Steve Thel, Investment Management Law and Regulation, Ch 4, 4-12-4-17 (3rd ed. 2016).

第2節 SECの審決に見る投資運用業者の適合性の原則違反の事例

SECは、顧客が保守的な投資もしくは低リスクの投資を要求していたとき、または投資顧問が、投資が低リスクであると表明したとき、投資顧問によって行われた投資または推奨された投資が適合していないとする多くの執行訴訟を提起してきた。いくつかの事例は、投資顧問業者もしくはその関係会社の発行証券への投資、または証拠金取引のような悪質な諸事情を含んでいる。また、投資顧問にとって、何が適合的であるかについて問題となるが、投資一任契約において、しばしば、投資・投資戦略・投資制限として、具体的な条件が定められており、その条件の違反が適合性原則に違反すると認定するものもある。また、投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価（due diligence process）を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則違反にあたると認定する事例もある。

1 顧客が安全な投資を望んでいることを投資顧問に述べ、かつ投資顧問が低リスクの投資を行うと顧客に説明していたにもかかわらず、投資顧問が投機的な投資を行った事例

① *In re Stiles Lane* 事件⁽¹²⁾

（事実の概要）

被審人は、登録投資顧問会社である Stiles-Lane & Associates, Inc.（以下、Registrant という。）、当該投資顧問会社の取締役である James L. Stiles（以下、Stiles という。）、および当該会社の取締役兼株主である Russell L. Lane, II（以下、Lane という。）の3名であった。①リミテッド・パートナーシップの持分が、all or none（すべての数量が条件通りに約定できなかった場合、いったん注文を取り下げて、全約定ができるまで、取

(12) *In re Stiles-Lane & Associates, Inc.*, Inv. Adv. Act. Rel. No. 1075, 1987 SEC LEXIS 4019 (Aug. 10, 1987).

引所または証券会社のシステムに注文を保存する注文方法)のベースで売却されると虚偽に表示した。② all or none の募集手取金を預託するため、預託金口座 (escrow account) が設けられていると虚偽に表示した。③被審人がリミテッド・パートナーシップに対する不動産の販売において手数料を得ていたことを開示しなかった。④募集の手取金が、募集の覚え書きに述べられているように使用されると虚偽に表示した。⑤パートナーシップの収益が、リミテッド・パートナーシップに分配されると虚偽に表示を行った。⑥投資家の収入、純資産および投資目的に関して、不適合であると認識していたにも拘らず、不適切な証券を推奨した。

そこで、被審人である Registrant, Stiles および Lane は、リミテッド・パートナーシップの持分の募集および販売にあたって、虚偽表示を故意に行い、教唆および幫助を行ったことにより、1933年証券法17条(a)項1号および3号、1934年取引所法10条(b)項および同法規則10b-5、投資顧問法204条、同法規則204条-1(b)(1)、204条-1(b)(2)に違反したとされた。被審人である投資顧問会社は、投資顧問としての登録を取り消された。

(検討)

本件では、リミテッド・パートナーシップの持分の募集および販売が、顧客にとって、その収入や投資目的に照らして、不適合であると認定された事件である。

② *In re* Westmark Financial Services ⁽¹³⁾ 事件

(事件の概要)

被審人である Westmark Financial Services Corp (以下、Westmark という。)は、登録投資顧問であり、かつ証券会社として、登録されていた。

(13) *In re* Westmark Financial Services, Inv. Adv. Act Rel. No. 1117, 1988 SEC LEXIS 1041 (May 16, 1988).

Westmark は、次の行為が受託者責任 (fiduciary duty) に違反することとなり、投資顧問法206条 1号および2号に故意に違反するとされた。すなわち、Westmark は、顧客に対して、買い付けの推奨を行った特定の証券の売付けに対する手数料を受領することになっていたことを開示しなかったこと、かつ Westmark は、顧客が Westmark 以外の他の証券会社から、証券を購入できることを開示しなかったこと、ならびに Westmark の顧客に対して、不適合な証券を推奨したことが、受託者責任に違反したと認定された。

(検討)

本件では、推奨した証券の具体的な説明はなされていないが、投資顧問が顧客に対して、不適合な証券を推奨したことが、受託者責任違反となると述べている点が注目される。

③ *In re George Sein Lin.* 事件⁽¹⁴⁾

(事件の概要)

登録投資顧問である被審人は、顧客らの300万ドルの資産を運用・管理する権限が与えられていた。その一部の顧客は、証券投資に熟練していない投資家、および年金基金であった。その一部の顧客は、被審人に対して、ほとんどリスクの生じない安全な投資を望んでいると述べた。被審人は、顧客らに対し、資金がリスクの低い商品や取引にのみ投資されるということ、かつ、生じうる最大限の損失が、その元本の額に限られるということを確認した。しかし、これらの説明にもかかわらず、被審人は、顧客の資金を非常に投機的な投資であるアンカバード・オプション (uncovered options) に専ら投資し、かつ、最初に投資した資金の額以上のリスクを

(14) *In re George Sein Lin.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1174, 1989 SEC LEXIS 1096 (Jun. 19, 1989).

生じせしめる信用取引口座を使用した。

被審人は、顧客に対し、上記の投資の手段に関連するリスクについて顧客に開示しなかった。被審人は、顧客の投資目的、資産、収入および証券取引に関する経験の程度に照らして、不適合となるリスクの高い投資を行った。

SECは、被審人が故意に投資顧問法206条1号および2号に違反したと認定した。SECは、「投資顧問は、受任者である。投資顧問は、最大限の誠実性の積極的な義務、全ての重要な事実についての完全で公正な開示の義務、ならびに顧客をミスリードすることを避けるために合理的な注意を払う積極的な義務を負っている。投資顧問法206条1号および2号は、投資顧問が顧客または顧客となるべき者を詐取する（defraud）ことを違法とすることにより、これらの責務を課している。被審人が、その投資の性格について虚偽の表示を行い、顧客の希望とは逆の投資を行い、関連する投資リスクを開示することを怠り、かつ、顧客の資産・収入・および証券取引に関連する経験の程度に照らして、不適合な投資を推奨することにより、顧客を詐取したことは、206条に違反するということが明らかである。」と述べ、被審人に対して、投資顧問業務の差止命令が下された。

（検討）

本件において、SECは、投資顧問が受任者として、顧客に対し適合した投資を行う義務を有するとし、顧客の投資目的、資産、収入および証券取引に関する経験の程度に照らして、不適合な投資を推奨することを違法とした点に特徴がある。

④ *In re* David A King and King Capital Corporation 事件⁽¹⁵⁾

(15) *In re* David A King and King Capital Corporation, Inv. Adv. Act Rel. No. 1391, 1993 SEC LEXIS 3071 (Nov. 9, 1993).

(事件の概要)

被審人である King Capital Corporation (以下、KCC という。)は登録投資顧問会社であった。また、被審人であるデビッド・キングは、KCC の社長であり、かつ、唯一の株主で、またブローカー・ディーラーの代表者でもあった。キングおよび KCC は、KCC の顧客に対し、業務を禁じられ、かつ未登録の投資顧問によって開発され、管理されている投資基金(Pool)の未登録証券に投資することを顧客に勧誘した。キングおよび KCC は、投資基金の未登録の証券の宣伝に関連して、重大な不実表示および省略を行った。勧誘された顧客は、少なくとも35人であり、投資基金に230万ドル以上を投資していた。全体で1100万ドル以上の投資家の資金が、業務を禁じられた投資顧問により集められ、複数の銀行の口座に預けられており、そして住宅用または商業用の不動産によって保証された一次的、二次的、三次的モーゲージを設定するために用いられた。投資基金に関連して行われた不実表示は、次のものを含む。①リスクのない投資であること、②投資家は、抵当権が設定された財産における証券持分を受け取ることができること、③投資基金の貸付における資産価値比率 (loan to value ratio) が50%に制限されているために保守的な投資であること、④投資家は、返金の保証がされることである。

SEC の申立てによると、キングおよび KCC が安全性とともに、保証された収益率を提供するという不実表示を行うことにより、退職者に適合しているかのような宣伝を行っていた。さらに、キングおよび KCC が、資金の調達が禁じられた未登録の投資顧問により運用されていた投資基金の未登録の証券に投資を行っていたという事実を開示することを怠っていた。

そこで、キングおよび KCC は1933年証券法5条(a)項、同条(c)項、17条(a)項、1934年証券取引所法10条(b)項および同法規則10b-5 ならびに投資顧問法206条2号に違反したとして、永久的に今後の違法行為を行わな

い旨の差止めの命令に合意した。

(検討)

本件では、投資顧問が、不動産投資のファンドに対する未登録持分証券への投資勧誘が、適合性の原則に反するとされた。被審人は、保証された収益をもたらすという不実表示を行うことにより、退職した者に適合しているという宣伝を行っていたことが違法と認定されている。

⑤ *In re* Brian D. Schurauger and Questor Group, Inc. 事件⁽¹⁶⁾

(事件の概要)

被審人である Brian D. Schurauger and Questor Group, Inc. (以下、Schurauger という。) は、登録投資顧問会社 Questor Group, Inc (以下、Questor 社という。) の唯一の株主であり、かつ唯一の取締役であった。Schurauger は、証券会社の代表者 (representative) でもあった。

Questor 社は、保守的な投資戦術を用いていたが、顧客に推奨された投資の多くは、ハイリスクで、かつ投機的なものであった。同社および Schurauger は、Questor 社の顧客に対して、不適合な投資の推奨を行った。Schurauger の投資の推奨は、主として、ハイリスクの私募債およびリミテッド・パートナーシップの持分の投資に限定されていた。Schurauger は、より多くの資金を有し、ハイリスクの投資に耐えうる顧客に対して取引を推奨するのと同様に、限られた資金しか有せず、かつ、低いリスクの投資にしか耐性のない顧客にも、同様のハイリスクの投資を推奨していた。Schurauger および Questor 社は、故意に教唆、補助を行ったので1934年証券取引所法10条(b)項、同法規則10b-5、投資顧問法206条1号・2号、同法規則206(4)-2、同法207条に違反した。

(16) *In re* Brian D. Schurauger and Questor Group, Inc., Inv. Adv. Act Rel. No. 1695, 1998 SEC LEXIS 84 (Jan. 20, 1998).

(検討)

本件では、投資顧問が、限定された資金しか有せず、かつ、低いリスクの投資にしか耐性のない顧客に対して、ハイリスクの私募債およびリミテッド・パートナーシップの持分の投資を推奨し、かつ、実行したことが、適合性の原則に違反すると認定された。本件の投資に関して、投資顧問に利益相反関係があったので、詐欺禁止規定の違反が認定されたのではないかと考えられる。

⑥ *In re* Rupay-Barrington 事件⁽¹⁷⁾

(事件の概要)

被審人は、登録投資顧問会社である Rupay-Barrington Investment Advisory Services, Inc. (以下、Barrington という。) および同社の元副社長の Frederick A. Wolf (以下、Wolf という。) である。Wolf は、Barrington の親会社である Valley Forge Capital Holdings, Inc. (以下、VFCH 社という。) が発行したハイリスクで、未登録の社債および株式を総額220万ドルで顧客のために購入し、また、その顧客に購入の推奨を行った。Wolf は、これらの株式の購入の一部について、投資の裁量権を用いて行った。しかし、親会社である VFCH 社の証券は、顧客にとって不適合であり、かつ顧客の投資戦略と矛盾するものであった。Wolf は、この投資のハイリスクで投機的な性格を開示せず、また、親会社である VFCH 社の運営上の諸問題や手取金の不正使用について開示することなく、VFCH 社の証券を顧客に対し、購入するように推奨を行った。当時、Wolf は、顧客に対して、その投資が、岩のように固く、安全であると説明していた。以上の行為が、投資顧問法206条1号・2号、1940年投資会社法9条(b)項

(17) *In re* Rupay-Barrington Inv. Advisory Services, Inc., Inv. Adv. Act Rel. No. 1761, 1998 SEC LEXIS 2073 (Sept. 28, 1998).

等に違反するとされた。

(検討)

本件は、登録投資顧問会社が、投資に不適格な親会社の社債や株式を自らの顧客のために購入し、または、購入を推奨していたことが、適合性の原則に違反すると認定された事例である。投信顧問会社の親会社の株式は、ハイリスクで、かつ、未登録であり、投資家に不適合であった。本件では、不実開示や利益相反も詐欺禁止規定に違反するものであるとされた。

⑦ *In re* George E Brooks 事件⁽¹⁸⁾

(事件の概要)

被審人は、登録投資顧問である George E. Brooks (以下、Brooks という。)、登録投資顧問会社である George E. Brooks & Associates, Inc. (以下、Associates という。)、およびその投資顧問会社の主要株主である Morehead Investment Advisors, Inc. (以下、Morehead という。)の3名である。

第1に、被審人は、取引に関するリスクを顧客に通知することなく、保守的な投資目的を有する顧客に対して、不適合な取引を実行した。被審人は、投資の裁量権が与えられた後、信用残高 (credit balances) をつくるために顧客の資産をしばしば売り払った。被審人は、株式を購入するための追加的な資金を得るために貸借取引融資 (margin loan) を用いた。被審人が顧客のために選んだ株式は、投機的でハイリスクな株式であった。被審人は、顧客の投資を分散させず、かつ、顧客の資金の大部分を一つ、または二つの銘柄の株式に集中投資した。分散しない投資を行うため、巨額の貸借取引融資を用いるというこの行為は、顧客の幾人かに多額の損失

(18) *In re* George E. Brooks & Associates, Inc., Inv. Adv. Act Rel, No. 1746, 1998 SEC LEXIS 1748 (Aug. 17, 1998).

を生じせしめた。被審人は、この行為について、顧客に対する重大なリスクを開示することを怠った。

第2に、顧客の1人は61歳の退職者であり、3万ドル以上の損失を被った。生じた損失は、Brooksが顧客のIRA（個人年金口座）において購入した不適合な株式を売却すべしという顧客のBrooksに対する指図を無視したことに起因している。10万ドル以上のこの投資は、一銘柄の乱高下する株式（volatile stock）に対して行われた。当該顧客はその夫を通じて、被審人に上記株式を売却する指示を繰り返し行っていた。しかし、被審人は、その指示を無視し続けた。当該株式は暴落し、結果として、約3万ドルの損失が発生した。

第3に、全く投資の経験のない64歳の未亡人の別の顧客は、被審人に投資の運用を任せていた10年間に28万ドルの損害を被った。被審人は、当初顧客に対し、元本を維持、増加させ、顧客の生活費に必要な資金を生み出すような方法で、顧客の口座を運用できるということを説明していた。被審人は、顧客の口座のために、証拠金を利用して証券を購入した。被審人は、顧客に対して、証拠金取引に関する追加的なリスクについて、通知を怠った。顧客は、追加証拠金（margin call）を請求された。被審人は、次のように顧客に説明した。すなわち、追加証拠金の請求は、運用上のエラーであり、被審人がその問題に対処するという虚偽の説明を行った。被審人は、顧客に対して、追加証拠金を無視するように述べた。被審人は、生活費用のための資金をつくるために口座を管理し、元本を維持することができるという最初の約束に応えると、顧客に思わせた。しかしながら、引き出された資金の一部は、顧客の元本そのものであった。被審人は、元本が減少しているということを顧客に対して、述べなかった。結局、顧客の資金は最終的に使い果たされた。

被審人は、顧客に対して不適合な取引を行い、投資顧問法206条1号・

2号に違反した。その他、被審人は、1934年証券取引所法15条(b)項、19条(h)項に違反したと認定された。

【検討】

本件で、不適合とされたのは、第一に顧客に通知されないまま、証拠金取引を用いて、分散投資を行わず、特定の株式に集中投資を行ったということである。第二に、高齢の退職者に対して、10万ドルを超える変動の激しい株式に投資を行ったが、顧客は不適合な株式の売却を指示したにも拘らず、それを被審人が無視したことによって、多額の損失が発生した。第三に、64歳の未亡人に対して、元本を維持し、かつ、生活費を賄うための利益を得ることができると信じさせ、顧客がその言葉を信じて、生活費に相当する額の金額を口座から引き出し続け、最終的に資金が枯渇したということである。

本件では、適合性の原則違反の典型的なケースが明瞭に示されているという点で、意義があると考えられる。

⑧ *In re* Craig S. Vanucci and Brian K Andrew 事件⁽¹⁹⁾

(事件の概要)

被審人である Craig S. Vanucci (以下、Vanucci という。) および Brian K Andrew (以下、Andrew という。) は、投資信託会社の投資顧問業務を行っていた投資顧問会社の役員であった。当該投資信託会社は、投資信託の株式の純資産1株につき、純資産1ドルを維持するように試みる旨を投資家に対して説明していた。当該投資信託は、マネーマーケットファンドとして運営された。すなわち、当該投資信託の27.5%が変動金利型デリバティブ証券 (adjustable-rate derivative securities) に投資された。これらは、

(19) *In re* Craig S. Vanucci and Brian K Andrew, Inv. Adv. Act Rel. No. 1782, 1999 SEC LEXIS 70 (Jan. 11, 1999).

合衆国政府によって発行され、あるいはこれらの元本は、合衆国政府によって保証されたものであった。しかし、当該仕組み社債の価格が下落し、当該投資信託は、約250万ドルの損失を被った。当該投資信託の社債は、額面割れを起し、清算を行った結果、投資家に対して、1株につき0.961ドルが支払われた。額面割れの原因は、短期金利（short-term interest rates）の急激な上昇であった。

SECは、当該マネーマーケットファンド（Money Market Fund）が、あまりにもリスクがあり、不安定であるため、安定した純資産の維持を目的にしていた当該投資信託にとって、不適合であると認定した。そこで、被審人は、投資顧問法206条2号に違反し、また、詐欺または欺もうとなる取引、慣行、営業活動に従事したとして、1933年証券法17条(a)項2号および3号に違反したとされた。

（検討）

一見、マネーマーケットファンドは、安全な投資商品であると思われるが、短期金利の急激な上昇により、社債の市価が元本割れを生じたときは、元本の完全な償還が不能になるおそれがある。そこで、投資信託会社が安定した純資産の維持を顧客に宣伝していた場合に、マネーマーケットファンドが、顧客に適合しないとされることもありうることが明らかにされた。

⑨ *In re* Brian D Otoole 事件⁽²⁰⁾

（事件の概要）

被審人の Brian D Otoole（以下、Otoole という。）は、登録投資顧問であり、Otoole Capital Management を経営していた。Otoole は、投資顧問契約の顧客から、ローンを勧誘し、貸付けを受けていた。顧客に対して、

(20) *In re* Brian D Otoole, Inv. Adv. Act Rel. No. 1828, 1999 SEC LEXIS 1890 (Sept. 20, 1999).

担保が提供されていなかったにもかかわらず、顧客には当該貸付けにおいて、担保が供されていると虚偽の説明を行っていた。さらに、当該貸付けは、業務のために用いられると述べていた。しかし、Otoole は、借金の返済につき数か月遅れていた。また、営業の費用がキャッシュフローの上限を超えていたこと、かつ、負債が資産を超えていたことも開示しなかった。顧客からの借り入れの内1件が、全く利息も支払われなかったことも説明されなかった。比較的安全な投資がその状況から求められ、かつ本人も望んでいた退職した高齢者に対して、別のローンが、行われていた。これらのローンが、顧客にとり不適合な投資となることにより、投資顧問法206条1号・2号に故意に違反したとされた。

(検討)

本件では、事業の行き詰まった投資顧問が、比較的安全な投資を望んでいた退職した高齢者の顧客からローンを勧誘し、資金の融通を受けたことが、適合性の原則に反し、投資顧問法206条1号および2号に違反するとされたものである。

2 投資運用契約において、しばしば、投資助言・投資戦略・投資制限として、具体的な条件が定められており、その条件の違反が適合性原則に違反すると認定された事例⁽²¹⁾

(21) Stroock Regulation of investment advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission, February 2016 33 において、Robert E. Plaze は、次のように述べている。「投資顧問は、顧客に対して、適合する投資助言のみを提供する義務を負う。この義務は、一般的に投資顧問に対して、顧客の財務状況、投資経験、投資目的において、合理的な調査を要求している。そして、助言が顧客の状況および経験に照らして、適合するという合理的な決定を行うことを要求している。投資顧問にとっての適合性とは、しばしば投資助言契約やリミテッド・パートナーシップ契約において、投資助

⑩ *In re* George F. Fanhey 事件⁽²²⁾

(事件の概要)

被告の Fanhey は登録投資顧問会社である Inver World 社および証券会社の Inver World Securities 社の社長を兼務していた。Fanhey は、両社の日々の活動を運営し、かつ、支配していた。Fanhey の指図により少なくとも 1000 人の投資家のために、4 億 3300 万ドルの資産を運用していた。顧客の資金が、主として、安全で確実な投資に投入されるという説明とは逆に、Fanhey は、極端に危険性が高く、かつ情報開示が行われていない投資物件に投資していた。Inver World 社は、毎月の口座の説明において、顧客の投資の真実の価値を著しく虚偽表示していた。さらに、同社は、投資活動の真の性質を覆い隠すために、海外の法人のネットワークを構築していた。Fanhey は、詐欺とマネーロンダリングの共謀について、有罪であることを認めた。そして、裁判所は、Fanhey に対して、84 ヶ月の懲役および 1 億 3900 万ドルの違法収益の没収 (criminal restitution) を命じた。さらに、テキサス州の西部地方裁判所は、Fanhey が 1933 年証券法 17 条 (a) 項、1934 年取引所法規則 10b-5 に基づいて、将来にわたって違反行為を行わない旨、かつ、投資顧問法 206 条 1 号・2 号に基づいて、投資顧問としても違反行為を行わない旨の同意審決を認めた。

(検討)

投資顧問は、顧客の資金が、主として、安全で、確実な投資に投入されるという顧客への説明を行っていた場合、その説明とは逆に、極端に危険

言・投資戦略・投資制限として定められている。投資顧問が、投資家に対して不適合な証券を推奨した場合、SEC によって、詐欺禁止規定の違反行為として処分される。」

(22) *In re* George F. Fanhey, Inv. Adv. Act Rel. No. 2196, 2003 SEC LEXIS 2798 (Nov. 24, 2003).

性が高い投資を行えば、適合性原則に違反するということになる。

⑪ *In re* Top Fund Management, Inc., and Barry C. Ziskin 事件⁽²³⁾

(事件の概要)

ミューチュアル・ファンドを運用する被審人である投資顧問会社 Top Fund Management と同社の社長である Barry C. Ziskin は、当該ミューチュアル・ファンドの投資目的に反するオプション取引を行って、損失を生じせしめた。当該ミューチュアル・ファンドの目論見書および登録届出書の追加情報 (SAI) では、長期の資本の評価益 (appreciation) を得ようとする株式ファンドであると説明していた。その投資戦略は、全体の資産の80パーセントが国内および外国の発行会社の普通株式またはすぐに普通株式に転換できる証券に投資するというものであった。また、オプション取引は、ヘッジ目的のみに許されていた。被審人は、2009年には純資産の21パーセント、2010年には純資産の75パーセントを投機的なオプション取引に投資していた。これらオプション取引によりファンドは多額の損失を被った。以上により、投資顧問法206条1号・2号の違反が認定された。

(検討)

本件は、ミューチュアル・ファンドを運用する投資顧問が、情報開示を行わず、当該ミューチュアル・ファンドの投資目的に反するオプション取引を行って、損失を生じせしめたことが投資顧問法に違反すると認定された。投資顧問が顧客に対し説明していた投資戦略に違反した投資運用により顧客に損失を生じせしめたことは、顧客に適合しない投資運用を行ったとして詐欺禁止規定に違反するとされた。

(23) *In re* Top Fund Management, Inc. and Barry C. Ziskin, Inv. Adv. Act Rel. No. 3526, 2012 SEC LEXIS 4031 (Dec. 21, 2012).

⑫ *In re* UBS Willow Advisers 事件⁽²⁴⁾

(事件の概要)

被審人である UBS Willow Management LLC（以下において、UBS Willow Management という）は、投資顧問会社である。同社の目的は、ファンドに対して、投資助言を行うことであった。被審人である UBS Fund Adviser LLC は、投資顧問会社であり、56億ドルの資産を運用していた。UBS Willow Management LLC の投資戦略は、主として、全体的な収益を最大限にするということであり、財務上あるいは事業上の重大な課題を抱えている会社の社債に投資することによって、投資の目的を達成しようと考えていた。当該社債への投資は、長期信用貸し (long-credit) の戦略であった。

UBS Willow Management LLC は、管理するファンドの投資戦略の重大な変更について、不実表示または表示の省略を行った。UBS Willow Management LLC は、従来、価値が低下した社債が、将来的には価格が上昇するという計算の下で、投資を行っていた。被審人である両社は、再建途上企業に対する債券 (distressed-debt) を購入していたが、CDS (credit default swap) を購入するようになった。この投資戦略は、短期的信用貸し (short-credit) の戦略であった。当該 CDS の購入に際して、両社は、投資戦略の変更について、投資家、ファンドの取締役会および SEC に説明を行わなかった。当該 CDS の購入によりファンドに重大な損失を生じせしめ、ファンドは清算された。

以上の行為により、UBS Willow Management LLC および UBS Fund Adviser LLC の両社は投資顧問法206条2号・4号に違反したとされた。両社は、利益吐出金等の行政処分を命じられた。

(24) *In re* UBS Willow Management L.L.C. and UBS Fund Advisor L.L.C., Inv. Adv. Act Rel. No. 4233, 2015 SEC LEXIS 4314 (Oct. 16, 2015).

(検討)

投資顧問が、管理している投資信託の投資戦略を勝手に変更し、社債への投資から、デリバティブ商品の購入へと変更したことにより、リスクが増加したことをファンドの取締役会に通知しなかったことが、詐欺禁止規定違反であるとされた。投資顧問が顧客に表明していたファンドの投資目的を勝手に変更して、ファンドの運用をすることは、適合性の原則に反することになる。

⑬ *In re* JH Partners, LLC 事件⁽²⁵⁾

(事件の概要)

本件は、複数の株式ファンドの投資顧問が受任者義務違反を認定された事案である。被審人の JH Partners, LLC は、被審人の JH Investment partners, L. P. および JH Evergreen Fund, L. P. を通じて、投資先企業に約6200万ドルの貸付を行い、見返りに当該企業から優先株を得ていた。当該ローンは、ファンドの投資顧問会議には開示されていなかった。また、複数のファンドの運用にあたり、特定のファンドを他のファンドよりも、差別的に有利に取り扱う取引 (Cross-Over Investment) を行い、不利に扱われていたファンドについて、投資顧問会議にその事実は開示されていなかった。また、ファンドの規約で定められている集中投資制限条項に違反したことが、投資顧問法の詐欺規定違反と認定された。すなわち、ファンドでは、特定の会社への投資はファンドの投資顧問会議の了承なく、運用資金の20パーセントを超えてはならず、かつ特定の会社への投資が運用資金の30パーセントを超えることは、絶対的に禁止されていた。また、外国会社への投資が、運用資金の30パーセントを超えることは、禁止さ

(25) *In re* JH Partners, LLC, Inv. Adv. Act Rel. No. 4276, 2015 SEC LEXIS 4883 (Nov. 23, 2015).

れていた。ファンドは、これらの3つの条件を無視して投資を行い、直接のローンもこれらの制限を超えて行われた。被審人は、投資顧問法206条2号・同条4号、同法規則206(4)-8に違反したと認定された。

(検討)

投資顧問が、利益相反取引やファンドの差別的な取り扱いを行ったこと、ならびに複数の株式ファンドの規約で定められている集中投資制限条項に違反して、投資先企業に直接の多額のローンを行い、かつ見返りに当該企業から優先株を得ていたことが、投資顧問法の詐欺規定違反であると認定された。投資顧問は、顧客との投資顧問契約の中で投資運用の授権規定を設けることにより行われており、投資顧問法の下で、適切な投資助言のみを提供するという黙示的義務を負っていると解されている。そこで、投資運用の授権規定において定められた集中投資制限条項に違反する投資運用は、顧客の求める投資目的に反し、適合性原則に違反するという事になる。

3 投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価 (due diligence process) を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則違反にあたりと認定された事例

⑭ *In re Philip A. Lehman and Tower Equities, Inc.* 事件⁽²⁶⁾

(事件の概要)

被審人の Philip A Lehman and Tower Equities Inc. (以下、Tower Equities という) は、登録投資顧問であった。同社は、特に1997年9月から、同年10月の間に、有限責任会社 Tower Venture による私募において発行された430万ドルの持分を顧客に売却した。Tower Venture はヨーロッ

(26) *In re Philip A. Lehman and Tower Equities, Inc.*, Inv. Adv. Act Rel. No. 1831, 1999 SEC LEXIS 1927 (Sept. 22, 1999).

パの金融会社から、100万ドルを借入金の返済 (loan repayment premium) として用いるために、融資を受けたという虚偽の説明を行っていた。Tower Venture は、当該ローンにおいて、さらなる支払いを行う必要がないと虚偽表示した。Tower Equities. は、主要なヨーロッパの銀行において発行されたスタンドバイ信用状 (stand by letter of credit) が、当該ローンを保証すると虚偽表示していた。Tower Equities は、合理的な根拠をもたず、Tower Venture が、毎年年利3%の利息および元本を投資家に支払うために、当該ローンの得た収益を用いると述べた。そして、残りのローンを末期患者である保険契約者から保険証書を買取ることに関連する保険商品の収益に投資すると Tower Equities は述べた。SEC は、当該貸付のローンが、虚偽であり、存在していなかったことを認定した。被審人が、Tower Venture の私募に関連して、合理的な注意を用いていなかったと認定した。SEC は、被審人が1933年証券法17条(a)項、1934年証券取引所法10条(b)項、同法規則10b-5、投資顧問法206条1号・2号に違反したと認定した。

(検討)

投資顧問が、顧客に対し、私募の有限責任会社の持分を販売した。しかし、当該有限責任会社がローンを偽装し、毎年年利3%の利息および元本を投資家に支払うために、当該ローンにより得た収益を用いるということ虚偽表示した。投資顧問は、私募に関連して、合理的な注意を行っていなかったと認定され、そのような受益証券を顧客に購入させたことが適合性原則に反することになろう。

⑮ *In re* Hennessee Group LLC and Charles J. Gradante ⁽²⁷⁾ 事件

(27) *In re* Hennessee Group LLC and Charles J. Gradante, Inv. Adv. Act Rel. No. 2871, 2009 SEC LEXIS 4397 (Apr. 22, 2009).

(事件の概要)

被審人の Hennessee Group LLC (以下, Hennessee Group という) は登録投資顧問会社である。同社は, 顧客に対して, ヘッジファンドの投資助言を行う会社である。2005年において, 被審人である Hennessee Group は, 100人の顧客と13億5000万ドルの管理資産を有していた。また, 被審人の Charles J. Gradante (以下, Gradante という) は, Hennessee Group の社長兼 CEO であった。重要な関係者として, Bayou Fund というヘッジファンドも関係していた。Hennessee Group および Gradante は, 企業の買収における適正評価 (due diligence process) の質と正確性に関して, 多くの説明を行っていた。Hennessee Group は, 日常的に, 顧客および将来の顧客に対して, 適正評価の全ての分野において満たされていない投資は推奨しないと説明していた。Gradante の指図により, Hennessee Group は, Bayou Fund に関して, 広告されているいくつかの重要な項目を実行しなかった。

2003年2月から, 2005年8月にかけて, Hennessee Group の40人の顧客が, 同社の推奨を受けた後, Bayou Fund に5600ドル以上の投資を行ったが, これらの投資した金額のほとんどが, 失われ, 浪費されてしまった。Bayou Fund の社長らは, Bayou Fund の説明書および定期的なニュースレター, 監査意見を含む年度末の財務諸表において, Bayou Fund の業績を偽装し, 投資家を詐取していた。

Hennessee Group が, ヘッジファンドを評価, 推奨するにあたり, 5つの項目の適正評価 (due diligence process) を行うとしていた。①ヘッジファンドから, 過去の実績に関する一般的な情報に対する要望を行うこと, ②ファンドのマネージャーの経歴, ファンドのポートフォリオの構成および特性, リスクマネジメントの原則, ファンドの社外監査法人の名前, ならびに契約情報および連絡先を記載し, ファンドマネージャーと最初の

面接を行うこと、③一定期間におけるファンドの活動を反映するのに十分な主要な証券会社の報告書に基づいたファンドにおける投資ポートフォリオ訓練の詳細な審査および分析を含むこと、④ポートフォリオマネージャーやヘッジトレーダーの幹部職員と接触し、面談を行った上で、ファンドの技術およびシステムを調査し、ポートフォリオのトレーディングの分析の結果を議論した上、Hennessee Group の過去の適正評価における残された問題に言及するため、ファンドの現場の視察を行うこと、⑤ポートフォリオマネージャーの名声を証明するために社長との接触を構成する関連性および背景の確認、ならびに全ての監査された財務情報の審査、目論見書や引き受け書の審査、および Hennessee Group の資料を確認すること。Hennessee Group および Gradante は、Bayou Fund の経営に関して、提供するサービスを説明したにも関わらず、適正評価の5つの項目のうち、ポートフォリオのトレーディング分析とポートフォリオの確認の2つしか実行しなかった。そして、Hennessee Group および Gradante は、Bayou Fund の社外監査役の正体が疑わしいということ、かつ、Bayou Fund の社長および当該社外監査役の潜在的利益相反関係があるという情報に適切に対応することを怠った。

上記行為の結果、Hennessee Group および Gradante は、投資顧問法206条2号に違反したと認定された。

(検討)

本件では、投資顧問が顧客に推奨するヘッジファンドの発行証券への投資助言に関して、適正評価を怠ったため、適合性原則違反とされた。投資顧問は、顧客に対して、受任者義務を負っており、その義務は、投資顧問が提供するサービスを実行し、顧客に対して行う説明から、重大な逸脱の全てを開示することであった。投資顧問が、ヘッジファンドを評価、推奨するにあたり、5つの項目の適正評価を行うとしていたが、そのいくつか

実行されていなかった。

- 4 証券業を兼業する投資顧問業者が顧客から **wrap fee** を受領していたが、当該投資顧問業者が、他の投資顧問業者に投資の運用を再委任していた場合に、最良執行義務の履行により発生した証券の外注費用の開示義務を怠ったことにより適合性の原則に反すると認定された事例

⑯ ⁽²⁸⁾ *In re Raymond James & Associates, Inc.* 事件

(事件の概要)

証券業を兼業する投資顧問業者の Raymond James は、Raymond James Consulting Services (以下、RJCS という。)を設定した。当該サービスの下で、Raymond James の顧客は、当該顧客の分離・運用される口座においてモデルのポートフォリオを開発させるために、第三者の運用管理者を選択できることとされた。運用管理者は、Raymond James との契約に従い、Raymond James に対して、副投資顧問 (sub adviser) として行動するというものであった。Raymond James は、顧客に対して wrap fee を請求した。この契約では、顧客が、Raymond James によって執行された取引の手数料を支払わないとされていた。副投資顧問は、原則として、Raymond James に取引を執行させるが、他方、最良執行義務に服する義務を負っているため、他の証券会社との取引を執行することができるとされていた。副投資顧問との副投資顧問契約では、顧客のために最良執行を追求する義務は、副投資顧問にあり、かつ副投資顧問は、当該取引がその最良執行義務を満足すると判断した場合にのみ、Raymond James 以外の証券会社と取引をすることができるとされていた。副投資顧問が他の証券会社を選択する場合、Form ADV Part 2A のラップフィーのパンフレット

(28) *In re Raymond James & Associates, Inc., Inv. Adv. Act Rel. No. 4525*, 2016 SEC LEXIS 3369 (Sept. 8, 2016).

には、「顧客は、取引を執行する証券会社が当該取引に対して売買委託手数料を課し、かつそのコストは、ラップフィーに追加して Raymond James によって課されるということを認識すべきである。」と定められていた。

Raymond James は、顧客に対して、Raymond James 以外の証券会社に対する外注費用を開示してなかった。RJCS の顧客に生じた追加的なコストは、Raymond James が副投資顧問の取引の外注の結果として生じたものであり、その顧客に対して Raymond James が提供する定期的な会計報告書において、各証券売買のために報告された証券取引のコストにうめ込まれている。

Raymond James は、副投資顧問が最良執行を果たすために取引の外注を行うことができることを開示したが、副投資顧問によりうめ込まれた株式売買手数料のコストの特定額に関する情報を収集していなかった。結果的に、Raymond James は、支払われた金額が重要であるか否か、あるいは、RJCS のプログラムや特定の副投資顧問が、顧客に対して適合する投資を推奨しているか否かを判断するため、株式の売買委託手数料の情報を利用せず、かつ利用できなかった。さらに、顧客は、Raymond James と wrap fee の交渉を行うに際して、これらの追加的な費用を考慮する方法を有しなかった。

Raymond James は、一部の副投資顧問が他の証券会社に program trade を発注していたことを知っていたが、副投資顧問からうめこまれた売買委託手数料のコストを受領するための書面による政策や手続き採択せず、かつ実行しなかった。そのような政策や手続きは、Raymond James が、顧客のために当初から、かつ継続した適合性の決定を行うことを可能ならしめるものであった。上記の行為の結果、Raymond James は、投資顧問法 206条 4 号の違反が認定された。

(検討)

投資顧問が運用管理を委ねられた資金の一部を他の投資顧問に再委託した場合の適合性の原則が問題となった。この場合、委託した投資顧問および再委託された投資顧問の双方が顧客に対し適合性の原則を負うと考えられる。当初の投資一任契約を締結した投資顧問は、自らが投資運用を行っていないために、再委託された投資顧問が適合性の原則を遵守しているか否かを監視する義務を生じることになり、そのために必要な情報を入手しなければならない。本件では、顧客は投資一任契約を締結した投資顧問とは wrap fee を支払うこと、および追加的費用の支払いについて合意していたが、投資一任契約を締結した投資顧問は、最良執行義務を負う再委託された投資顧問の他の証券会社に外注した売買委託手数料のコストを受領するための書面による政策や手続きを採択せず、かつ実行しなかった。そのことにより、投資一任契約を締結した投資顧問は適合性の遵守に関し決定を行うことができなくなるために、投資顧問法206条4号違反となるとされた。

わが国においても、投資運用業者が運用資産の一部の再委託が可能とされており（金商法42の3第1項参照⁽²⁹⁾）、再委託された投資顧問も委託元の顧客に対し適合性の原則を負うと考えられ（金商法42条の3第3項、民法107条参照）、本件は参考になるであろう。

第2章 1994年のSECによる適合性の原則を法典化するルールの提案

第1節 概要

1994年、SECは、適合性の原則を法典化するルールを提案した。⁽³⁰⁾

(29) 神崎=志谷=川口・前掲注(1)877頁-878頁注(4)。

(30) Inv. Adv. Act Rel. No. IA-1406, [1993-1994 Transfer Binder] Fed. Sec.

すなわち、同提案は、投資顧問法206条4号により SEC に授權された規則制定権に基づき、Rule 206(4)-5 および Rule 206(4)-6 の新設ならびに Rule 204-2 の改正を提案し、コメントを求めるものであった。

第1に、Rule 206(4)-5 案は、投資顧問に対し、顧客に適合しない推奨を行うことを明示的に禁止するものである。すなわち、同規定は、従来は、投資顧問の黙示的義務とされていた投資顧問の適合性の義務を明示的な義務とするものである。

第2に、Rule 206(4)-6 案は、投資顧問に対し、次のような場合に、顧客の口座に関する投資裁量権を行使することを禁じるものである。すなわち、投資顧問は、顧客の口座の資産保管人 (custodian) が四半期ごとよりも頻繁に顧客に対し、口座の取引明細書を送付していると合理的な確信を有していない場合である。同規定は、投資顧問による特定の詐欺的な行為を防止することを企図したものである。

第3に、投資顧問法の帳簿作成義務に服する投資顧問に対して、(i) Rule 206(4)-5 案に従って入手した顧客に関する情報ならびに (ii) 受領した顧客の資産保管人の口座取引明細書の写しを保存することを要求する Rule 204-2 の改正案である。

しかし、SEC は、1996年にこれらの提案を撤回した⁽³¹⁾。

SEC は、以下に述べるように、この提案にあたって、適合性の義務のルールの範囲が、投資顧問法206条4号の下における投資顧問の適合性義務に関する SEC の解釈を反映するものであると述べている。それゆえ、

L. Rep. (CCH) ¶ 85,327 (Mar. 16, 1994).

(31) Inv. Adv. Act Rel. No. 1590, 62 S.E.C. Docket 2657 (Oct. 1, 1996).

また、フランケル教授は、「このルールが採択されなかったのは、おそらく、顧客および投資助言サービスの範囲の状況における多様性によるものであろう。」と述べている。Tamar Frankel, Arthur Laby, *supra* note 9. at 22.

この提案した規則案、およびそこで示された SEC の見解は、現在においても、投資顧問の適合性義務の一般的な説明として、重要であると考えられている。⁽³²⁾そこで、以下では、当該規則案の内容を紹介する。

第 2 節 Rule 206(4)-5 案の適合性の義務について

(1) 提案された Rule 206(4)-5 の規定は、以下の通りである。

「§ 275.206(4)-5 投資助言の適合性

- (a) いかなる投資顧問も、以下の要件を充たさなければ、非個人的な (impersonal) 投資助言サービス以外において、いかなる顧客に投資助言を提供することは、投資顧問法 [15 U.S.C. 80b-6(4)] 206条 4号の意味における詐欺的、欺瞞的、もしくは操作的な行為、業務または営業活動を構成する：
- (i) 投資顧問は、投資助言を提供する以前において、かつ、必要に応じて、投資助言の提供後も、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に対する合理的な確認を行うこと、ならびに (ii) 投資顧問は、投資助言が顧客にとって適合しているかを合理的に確認すること。
- (b) 本条の目的にとって、非個人的な (impersonal) 投資助言サービスという文言は、専ら、以下の方法により提供される投資助言サービスを意味する：
- (i) 特定の個人や特定の口座の目的および要求を満足することを意図していない書面または口頭の説明。
- (ii) 特定の証券の投資のメリットに関して意見の表明を全く含んでいない統計的な情報の発信。
- (iii) 上記のサービスの組み合わせ。」

(32) Anderson, et. al., supra note 7, at 9-11.

(2) Rule 206(4)-5 案⁽³³⁾についての SEC の考え方

投資顧問は、顧客に対して義務を負う受任者である。その義務のひとつが、適合した投資助言のみを提供するという義務である。この義務は、投資顧問法の詐欺禁止規定である206条の下で実行され、かつ SEC は、当該義務に違反した投資顧問に制裁を加えてきた。Rule 206(4)-5 案の内容は、投資顧問法の下における投資顧問の適合性の義務に関する SEC の解釈を反映するものである。

Rule 206(4)-5 案は、投資顧問に対して、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に対する合理的な調査を行い、投資顧問が、投資助言が顧客にとって適合していることを確認していなければ、顧客に投資助言を提供することを禁止するものである。

(3) 調査する義務 (Duty to Inquire)

Rule 206(4)-5 案の(a)(1)では、投資顧問に対し、投資助言を提供する以前において、かつ必要に応じて、その後も、顧客の資産状況、投資経験および投資目的に対する合理的な調査を行うことを要求している。

調査の範囲は、その状況の下で何が合理的なものかによる。例えば、ある顧客のための包括的なファイナンシャル・プランを策定するために、投資顧問は、現在の収入、投資物件、資産および負債、結婚の有無、保険の加入状況ならびに資産上の目標を含んだ、顧客に関する広範囲な個人的情報および財産上の情報を獲得することが要求される。

投資顧問は変化した状況を反映させ、投資助言を調整するため、定期的に情報を更新しなければならない。更新の頻度は、その状況の下で合理的と考えられるものである。顧客の情報の更新をいつ行うかについて決定す

(33) 以下の文章は、SEC の Secretary の Jonathan G. Katz 氏のものである。
Inv. Adv. Act Rel. No. 1406 at 2-3.

るに当たって考慮される要素は、2つある。1つは、情報が最後に更新されてからの時間の経過である。もう1つは、投資顧問が現在その助言の基礎においている情報を不正確または不完全なものにしてしまう出来事が生じたことを認識しているか否かである。例えば、税法の改正、または顧客が退職し、または離婚したなどの情報は、新たに調査する義務を生じさせる。

大部分の投資顧問は、上述した要求を満たす調査を顧客との最初の面談において行う。顧客は、投資顧問がファイナンシャル・プランニングまたは特定の投資の推奨を行うために必要とされる現在の財務状況、財務目標、リスクに対する耐性およびその他の情報を記載する質問表を完成することが求められる。顧客は、定期的に情報を審査し、かつ、変更があれば投資顧問に通知することが要求される。

(4) 適合した助言のみを提供する義務

Rule 206(4)-5 案の(a)(ii)では、投資顧問が自らの投資助言について、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に適合していると合理的に判断できない場合、顧客に投資助言を提供することを禁じている。

顧客に対する投資の適合性の合理的な決定は、たとえば、次のことを要求する。すなわち、特定のリスクのある一定の種類の商品は、そのリスクに耐えることができる顧客やその潜在的な利益が当該リスクを正当化することになるような顧客に推奨されるべきだということである。

Rule 206(4)-5 案は、投資顧問に対し、投資助言の各部分が顧客に適合することを合理的に決定することを要求するが、投資助言の適合性は、顧客のポートフォリオの文脈において、評価される。なお、SEC は、投資裁量権が与えられた口座については、投資顧問によって始められた各取引が、助言を構成すると述べている。例えば、投資顧問は、非常に保守的な

投資目的を有する顧客に対し米国政府の債券ポートフォリオをヘッジすることは可能である。ただし、この場合において、ヘッジする商品の適合性はそのヘッジ機能に照らして評価されなければならない。このように、リスクを嫌う顧客のポートフォリオにおいて、なんらかのリスクのある投資を含めることは、必ずしも、不適合であるとはいえないとされている。

Rule 206(4)-5 案の適合性の義務は、投資顧問がその推奨する投資商品を知るという要求ばかりでなく、その顧客を知るという要求を含んでいる。顧客および推奨する投資商品についての現実の知識を欠いていたことは、投資顧問にとってその情報を知らなかったことが合理的でなければ、投資顧問にとって責任が免除されない。たとえば、Rule 206(4)-5 案の(a)(1)によって要求される確認に対する回答において、顧客（またはその代理人）によって提供された顧客の財務状況に関する情報に依拠することは、投資顧問にとって一般的に合理的である。もし後に、顧客が投資顧問をミスリードしたと証明された場合、投資顧問は、適合していない助言を提供したとみなされることはないとする。

しかし、顧客が要求された情報を提供することを拒絶した場合、投資顧問は、顧客について、具体的な情報に基づくものを有していないということになる。ほかの情報を利用できない場合、投資顧問は、投資顧問が運用している資産以外に顧客の資産や収入が全くないという前提を取らなければならない。顧客が、投資顧問が推奨を根拠づけることができる情報の提供を拒絶するならば、投資顧問は、顧客のコンサルタントやその他の仲介者のような他の信頼できる情報源から獲得した信用できる情報に依拠することは認められる。

Rule 206(4)-5 案は、以下のような場合には、投資顧問の関係者の認識が投資顧問に帰せしめられることは要求していない。すなわち、投資顧問がその情報を知ることを期待することが不合理である場合である。たとえ

148(672) 法と政治 68巻3号 (2017年11月)

ば、非公開情報の乱用防止のために、投資顧問法204A条は、投資顧問が、内部者取引を防止することを企図した書面による手続を確立し、維持し、かつ執行することを要求している。投資顧問は、そのような場合、関係する投資顧問が有する推奨された証券の特定の情報にアクセスしてはならない。

(5) 機関投資家の顧客

提案された適合性の原則は、個人の顧客ばかりでなく、機関投資家である顧客にも適用される。⁽³⁴⁾ SECは、当該リリースの脚注11において、次のように述べている。不適当な助言の提供の禁止は、個人の顧客ばかりでなく、機関投資家の顧客に対する助言にも適用される。機関投資家は、当該投資家が十分に理解していない複雑な金融商品に投資するという推奨の結果として、重大な損失を被った。例としては、自治体および銀行が、証券会社によって推奨された米国の財務省証券、デリバティブ商品、先物取引、オプションのヘッジングおよび捺印証券担保証券において大きな損失を被ったことがあげられる。適合した推奨を行う義務の基礎にある合理性は、洗

(34) この問題に関して、Robert E. Plazeは、次のように述べている。「機関投資家の顧客に対して投資顧問の適合性の義務を免除する規定は、存在していない。しかしながら、機関投資家にとって何が適合しているかは、しばしば、投資顧問契約や有限責任組合契約において述べられている（またはその他の方法で顧客に開示されている）投資の目的、戦略または制限を参照して決定される。投資顧問がこれらに従わない場合は、SECにより、詐欺禁止規定（投資顧問法206条）違反として処理される（かつ、適合性の原則違反と同一視される）。あるケースにおいて、SECは、投資の適合性を決定するために顧客による投資を規制する関連する法律（例えば、州の年金法）に依拠した。」 Robert E. Plaze, Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission, 36-37 (Mar. 2017).

練されていない投資家の文脈において大きく発展したけれども、通常、洗練されていると考えられる投資家に対しても、適用される。

第3節 Rule 206(4)-6 案による資産保管人による口座取引明細書の顧客への送付

(1) Rule 206(4)-6 案の規定は、以下の通りである。

「§ 275.206(4)-6 資産保管人による口座の取引明細書

(a) 投資顧問は、顧客の口座の資産保管人が3カ月に1回よりも頻繁に顧客または顧客により指名された者 (designee) に対し、本条(b)項で説明される口座の取引明細書を提供していると合理的な確信がなければ、投資顧問法203条に従い登録されまたは登録が要求される投資顧問にとって、顧客の口座 (1940年投資会社法の下で登録された投資会社または事業開発会社の口座以外のもの) に関する投資裁量権を行使することは、投資顧問法206条(4)の意味における詐欺的、欺瞞的または操作的行為、慣行または業務となる。

(b) 本条の(a)項によって要求される口座の取引明細書は、当該口座の取引明細書の期間中における以下の事項を記載していなければならない：

(1) 当該期間中、口座に発生したすべての取引、および

(2) 当該期間中、口座における資金、証券およびその他の資産

(c) 本条の目的のため、

(1) 顧客により指名された者は、資産保管人、投資顧問、投資顧問の関係者または投資顧問と共通の支配下に置かれている者であってはならない。

(2) 投資顧問は、直接または間接に以下の場合において、口座に関し投資裁量権を行使するものである：

(i) 当該口座によりまたは当該口座のために買い入れ、または売却

される証券もしくは資産についてどのようなものを決定する権限が与えられている場合：

(ii) たとえ他の者がそれらの投資決定に対して責任を負っているとしても、当該口座によりまたは当該口座のために買い入れ、または売却される証券もしくは資産についてどのようなものを決定している場合。

(3) もしある者が、顧客が受益者としての利益を有している証券またはその他の資産の保管または保有している場合、その者（顧客以外の者）は、顧客の口座の資産保管人である。

(4) 投資顧問は、以下のような場合、資産保管人が顧客または顧客により指名された者に対し特定の口座の取引明細書を提供したという合理的な確信を有しているとみなされる。すなわち、投資顧問が取引明細書が顧客に送付されたことを示す当該取引明細書の写しを受領していた場合である。ただし、投資顧問には、口座の取引明細書が顧客に送付されていないと信ずる別段の理由がないということではなければならない。」

(2) 資産保管人による口座の取引明細書の顧客への送付についての⁽³⁵⁾ SEC の考え方

(i) 典型的な裁量権が認められた投資運用契約の下で、第三者である資産保管人は、顧客の資産を保管し、顧客に口座の取引明細書を送り、かつ、顧客の投資顧問に対して当該口座の取引明細書の写しを送付している。それらの取引明細書は、顧客に口座の取引に関する独立した報告書を提供するものであり、かつ、顧客に次のような違法な、または疑問のある行為

(35) 以下の文章は、SEC の Secretary の Jonathan G. Katz 氏のものである。
Inv. Adv. Act Rel. No. 1406 at 3.

から、自分自身を守ることを認めるために意図されている。すなわち、顧客の口座における非常に不適切な取引、授權されていない取引、および適合していない投資である。

(ii) 投資顧問が、投資戦略の失敗による莫大な損失、授權されていない取引、ならびに顧客の資金および証券の不正流用を隠すために、顧客の口座の資産保管人をして、顧客に対する確認書および月次の取引明細書を送らせないようにした事件があり、そのような事件を防止するために新しい Rule 206-(4)6 の提案を行った。

Rule 206(4)-6 案に明記されている口座の取引明細書は、口座の取引明細書によってカバーされている期間中に生じた口座におけるすべての取引、ならびに期間の末日における資金、証券およびその他の資産を記載することが要求される。

(iii) SEC は、提案された rule が、ほとんどの投資顧問および資産保管人による次のような商慣行を反映するものであると考えている。すなわち、口座のすべての取引を記載する取引明細書が、資産保管人によって作成され、かつ顧客に直接、送付されているという商慣行である。口座の取引明細書の写しが、投資顧問に提供され、かつ、そのデータは投資顧問自身の記録の正確性を証明するために投資顧問により、用いられている。

第4節 Rule 204-2 の改正案による記録の作成・保存

(1) SEC は、投資顧問に対して投資顧問法の記録作成義務を定める

Rule 204-2 の次のような修正を提案している。

「§ 275.204-2 に(a)(17)および(a)(18)を追加する。

§ 275.204-2 投資顧問によって維持されるべき帳簿および記録

(a) ***

(17) 各顧客（投資顧問が非個人的な助言サービスのみを提供する顧

客以外の者)につき、§ 275.206(4)-5(a)(1)によって顧客の財務状況、投資経験および投資経験に対する質問に応じて投資顧問により受領された、顧客の記入した質問用紙またはその他の記録や書類。

(18) 各顧客(1940年投資会社法の下で登録された投資会社または事業開発会社以外の者)につき、投資顧問によってまた受領された、そのような顧客の保管人によって顧客に送付された口座の取引明細書の写し。

****」

(2) 記録の作成・保存についての SEC の考え方⁽³⁶⁾

記録作成要件は、投資顧問に顧客に対する各推奨の基礎にある適合性の考慮事項を記録することを要求するものではない。当該改正案は、投資顧問がその記録の一部として、顧客の記入した質問用紙、または投資顧問が顧客の質問から獲得したその他の記録や書類を保存することを要求する。これらの記録は、投資顧問が Rule 206(4)-5 案を遵守したか否かの SEC の認定作業に役立つ。

投資顧問が入手するその他の記録や書類の例としては、課税申告書、顧客の銀行からの信書もしくは取引明細書、財務上の変更を示す顧客から口頭で受領した情報のメモ、特定の顧客にとって適合しているか、あるいは適合していない投資のカテゴリーを示す投資顧問によって作成されたワークシートを含んでいる。

SEC により提案された Rule 204-2 の改正は採択されなかったが、多くの投資顧問は、公正な商慣行 (good business practice) として、提案において述べられたような適合性の遵守の証明に役立つ書類を作成していると言われている。⁽³⁷⁾

(36) 以下の文章は、SEC の Secretary の Jonathan G. Katz 氏のものである。
Inv. Adv. Act Rel. No. 1406 at 4.

第5節 適合性の原則の提案規則に関する見解

Omalley 弁護士は、投資顧問は、受任者として、顧客に対して、適合した証券のみを推奨しなければならないという SEC の提案したルール (Rule 206(4)-5(a)(1)) に関して、投資顧問が顧客に推奨した証券が適合しているかについて、相当な注意 (due diligence) を払わなければならないと指摘し、以下のよう⁽³⁸⁾にまとめている。

投資顧問は、顧客に推奨する証券に関して、相当な注意を払う義務を負っている。相当な注意とは、一般的に、発行会社に関する公表された情報の量、その歴史、および存在してきた期間の諸要因に基づき様々である。SEC は、マーケティングやその他の投資運用において示されているような、相当な注意を払わなかった投資顧問に対して、執行訴訟を提起している。

SEC の検査部門の職員は、顧客に対して投資を推奨する投資顧問の相当な注意に関して、リスクの警告書 (risk alert) を発行している。リスクの警告書は、投資の運用を担当する管理者を使用する投資顧問に対して、相当な注意を払うこと、かつ、そのような投資が、顧客の投資目的に合致し、投資顧問に対して、運用管理者によって開示された投資の原則および戦略と首尾一貫する義務を課している。

また、投資顧問は、合理的な投資の制限を含んだ、顧客の投資目的に一致した方法で、口座を管理しなければならない。顧客との関係を確立するにあたって、投資顧問は投資目的の性質に基づき、成長、収益のような特定の投資のスタイルに沿って、顧客の口座を管理することに同意する。この同意に基づくアプローチは、投資顧問の適合性の義務に関係しており、

(37) Anderson, et. al., supra note 11, at 13-25.

(38) Omalley John H. Walsh, Investment Adviser's Legal and Compliance Guide, Ch 4-3 (2016).

かつ、顧客の包括的なリスク耐性を考慮しなければならない。さらに、顧客は、投資顧問が当該口座のために特定のタイプの証券を購入してはならないことを要求するかもしれない。例えば、顧客は、タバコもしくはアルコール製造会社における投資の制限または、熱帯雨林（rain forest）の製品を輸入する会社に対する制限のような環境に関する制限を要求するかもしれない。顧客の口座を管理するにあたって、投資目的および制限に一致する投資決定を行わなければならない。

なお、適正評価（due diligence process）を怠ったため、適合性原則違反とされた事例としては、本論文の第1章第2節で紹介した⑭および⑮の事例がある。

第3章 我が国における投資運用業者の適合性の原則

第1章および第2章で検討した米国の投資運用業者の適合性の原則の分析を参考にして、我が国における投資運用業者の適合性の原則を分析したい。

第1節 投資一任契約勧誘時の適合性の原則

(i) 投資一任業務を行う投資運用業者は、金融商品取引業者に該当するために（金商法2条8項12号ロ・9項）、金商法40条1号ならびに金商法38条7号および金商業府令117条1項1号の適用を受ける。したがって、投資運用業者は、投資一任契約の締結という金融商品取引行為の勧誘を行う際に、適合性の原則に服することになる。

前述のように、金商法40条1号は、狭義の適合性原則を定めるものであり、その原則は、一定の投資家に対しては、いかに説明を尽くしても一定の金融商品の販売・勧誘を行ってはならないというものである。そのため、投資運用業者は、一定の投資家に対して、例えば、精神的な病気等に

より投資一任契約の内容を理解できない顧客に対しては、いかに説明を尽くしても、投資一任契約の締結の勧誘を行ってはならないこととなる。我が国の参考判例として、証券会社が、投資顧問が運営していた匿名組合型不動産投資ファンドへの出資を未成年後見人に対して勧誘をおこない、未成年者に損害を与えた事件がある。⁽³⁹⁾ 裁判所は、証券会社の責任を認め、次のように判示した。「本件ファンドは、大きな収益を得られる可能性がある一方で、元本保証がされているわけではなく、出資者において大きな損失を被るリスクがある投機性の高い商品であると認められるところ、未成年被後見人の財産を同人に代わって善良な管理者の注意をもって管理する義務を負う未成年後見人が、未成年被後見人を代理して、このような投機性の高い商品に対する投資を行うことは、およそ許されないとわなければならない。他方、証券会社等の担当者においても、未成年被後見人が未成年被後見人を代理して当該取引を行うことを認識した以上、当該取引の勧誘をすることはおよそ許されないのであって、これに反し、当該取引の勧誘をした場合は、適合性原則に違反するものとして不法行為責任を免れないというべきである。」

(ii) 投資運用業者は、あらかじめ、投資一任契約の契約締結前交付書面を交付する場合に、当該書面に記載されている事項について顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法および程度による説明を行わなければ、

(39) 日本投資顧問業協会は、自主規制として、「広告、勧誘等に関する自主規制基準（昭和63年2月10日理事会決議）」において、「顧客の知識、経験、財産の状況及び投資顧問契約又は投資一任契約を締結する目的に照らして不適當と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなり、又は欠けることとなるおそれがあること」を会員の禁止行為として定めている（22条7号）。

(40) 東京地判平成28年6月28日 証券取引被害判例セレクト51巻1頁。

投資一任契約を締結してはならない（金商業府令117条1項1号）。投資一任契約に係る契約締結前交付書面の記載事項は、金商業府令96条で定められている。すなわち、同条1項1号では、「運用の基本方針」を定め、同条同項2号では、「投資一任契約に基づき顧客のために行う当該顧客の資産に係る投資の方法および取引の種類」を定め、かつ同条同項3号では、「投資判断の一任の範囲及び投資に実行に関する事項」などを定めており、これらの記載事項の説明は、当然に、顧客ごとに、適合性の原則にのっとって行わなければならない。

(iii) また、投資運用業者は、適合性の義務を負うことから、投資一任契約の締結前に、①投資一任契約に基づき顧客のために行う投資の方法および取引の種類の特性を熟知し、かつ、②勧誘する顧客の知識、経験、財産の状況および投資の目的を熟知しなければならない⁽⁴¹⁾。なお、日本証券業協会の自主規制規定である「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」の3条2項は、「協会員は、顧客の投資経験、投資目的、資力等を十分把握に把握し、顧客の意向と実情に適合した投資勧誘を行うよう努めなければならない。」と定め、同規則5条1項は、協会員に、顧客情報の収集のために、顧客カードの作成を要求している⁽⁴²⁾。投資運用業者の顧客カードの作成に当っては、証券業者の場合よりも、精緻なものとならざるを得ないであろう⁽⁴³⁾。また、高齢化社会がさらに、進行している状況において、投資

(41) 神田=黒沼=松尾・前掲注(1)354頁〔志谷〕、神崎=志谷=川口・前掲注(1)764-765頁、川村・前掲注(1)428頁〔芳賀〕。

(42) 記載事項は、以下のものである。

①氏名又は名称、②住所又は所在地及び連絡先、③生年月日（顧客が自然人の場合に限る。）、④職業、⑤投資目的、⑥資産の状況、⑦投資経験の有無、⑧取引の種類、⑨顧客となった動機、⑩その他各協会員において必要と認める事項。

(43) 米国において、以前のアメリカ投資カウンセル協会（現在の投資顧問

運用業界においても高齢者の保護を図るべき施策が講じられるべきである。⁽⁴⁴⁾

協会)は、次のような顧客カードのためのアンケートを作成しており、参考になるであろう。その内容は、日本証券業協会の定める顧客カードの内容よりも、はるかに詳細である。

小額口座の投資管理サービスの将来の顧客に対する個人的な質問票のサンプル

- ①名前、②住所、③自宅の電話番号、職場の電話番号、④社会保障番号、⑤職業、配偶者の職業、⑥被扶養者の名前、年齢、関係、⑦健康状態、被扶養者の健康状態、⑧すべての有効な生命保険、現在の生命保険が適切か、⑨投資資金から分離され、かつ維持されている緊急時用の資金の額、現在の緊急時用の資金の額が適切か、⑩税引き前のおおよその年収(あなたおよびあなたの配偶者の収入、証券、不動産、信託資産、その他の収入)についての収入源、おおよその最大限の課税区分、⑪自宅を含む利害関係を有するすべての不動産のタイプおよびおおよその価格、⑫あなたは、あなたの雇用主の退職金制度により退職金が給付される否か、また、そのような制度から期待される退職金を簡単に述べてください。⑬あなたがいつ退職するかを予想(希望)していますか、かつ、あなたが退職したときのライフスタイルを維持するために好ましい必要な毎年の資金はどの程度必要となりますか。⑭現在の課税年度中に実現した、もしくは未実現のキャピタルロス(短期または長期を示すもの)、または重要な項目、preference income(最小税率で追加的に課税される所得)を述べてください。また、以前の年度における短期または長期の課税上の損失、繰越し(carry forward)を述べてください、⑮あなたの全体的な財務状況における変化および予見しうる将来の雇用における変化を予想していますか、なお、そうであれば、説明してください。⑯我々の運用に服していない証券を保有していますか。もし、そうであれば、その証券の名称および保有量を述べてください、⑰現在あなたが投資のために利用可能である資金の額を述べてください、⑱我々の運用に委ねられる証券のリストを挙げてください。また、各証券の名称、証券の数(もしくは社債の額面額)、購入日および全体的費用を示してください。⑲投資目的(成長率、収益ならびに成長率と収益との間のバランス)、⑳投資を望まない株式または株式のグループ。
- (44) 日本証券業協会は、自主規制として、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」を制定している。同規則5条の3は、高齢顧客に対する勧誘による販売について定める。すなわち、協会員は、高齢顧客に有価証

第2節 投資一任契約締結後の適合性の原則

1 適合性の原則の法的根拠

(i) 投資運用業者は、金商法上、投資一任契約締結後において適合性の原則を負うのであるが、その法的根拠を考える。

投資運用業者は、投資一任契約の授権に基づいて、有価証券の売買を行うのであるが、その売買は、投資一任契約に定められた投資目的に適合するものでなければならない⁽⁴⁵⁾。このような義務も適合性の原則ということがができる。特に、投資家に実害が生じうる多くのケースは、前述した米国の摘発事例に見られるように、投資一任契約締結後の投資運用業者の適合性原則違反によるものである。

ところが、金商法上は、この意味での適合性の原則について、明文の規定で定めていない。では、その法的根拠をいかに考えるべきであろうか。

有力説は、投資助言業の顧客に対する義務の解説の中で、投資顧問は、「金融商品取引業者等の投資助言が善良なる管理者の注意義務をもって行われたといえるためには、その顧客の投資目的および財産状態に適したものであることが必要である」と述べ、かつ「投資顧問契約により約定された投資分析または投資判断の方法にかんがみ合理的な根拠のない内容の助言をしてはならない」と述べている。さらに、「顧客に対する注意義務を果たしたといえるためには、まず顧客の投資目的、財産状態等を調査することを要する。そして、その調査によって明らかにされた顧客の投資目的、財産状態に適しない投資の助言をしないようにしなければならない。」

券等の勧誘による販売を行う場合には、当該協会の業態、規模、顧客分布及び顧客属性並びに社会情勢その他の条件を勘案し、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならないと定める。

(45) 神崎=志谷=川口・前掲注(1)619頁注(2)参照。

⁽⁴⁶⁾と述べている。要するに、投資顧問は、顧客に対し善管注意義務を負い、善管注意義務から導き出される適合性の原則に従い、投資助言を行わなければならない、顧客に対する調査義務を負うという考え方をとっている。

金商法42条では、投資運用業者の顧客に対する忠実義務および善管注意義務を定められており、投資運用業者は、適合性原則違反があれば金商法上の善管注意義務（金商法42条2項）違反となり、金融庁の行政処分の対象となる（金商法51条、52条1項6号）。なお、金商法上の善管注意義務の規定は、投資運用業者と権利者の間の法律関係を明確にし、権利者の保護をより確実なものとしていると解する説もある。⁽⁴⁷⁾

また、金融庁も適合性の原則違反が金商法上の善管注意義務（金商法42条2項）違反と解する立場をとっている。参考の行政処分を紹介する。

証券取引等監視委員会は、ユナイテッド投信投資顧問株式会社を検査した結果、金融商品取引業者に係る法令違反の事実が認められたため、内閣総理大臣および金融庁長官に対して、金融庁設置法20条1項の規定に基づき、行政処分を行うよう勧告し、行政処分が行われた。⁽⁴⁸⁾

（事実の概要）ユナイテッド投信投資顧問株式会社（以下「当社」という。）が、A基金との間で締結した年金投資一任契約（以下「年金一任契約」という。）に関し、以下の問題が認められた。

当社は、株式会社アール・ビーインベストメント・アンド・コンサルティング（以下「RB社」という。）から、RB社を運営者とし未公開株を投資対象とする乙号投資事業有限責任組合（以下「乙号組合」という。）に出資することを前提に、A基金との間で年金一任契約を締結して欲しいとの

(46) 神崎=志谷=川口・前掲注(1)859頁, 861頁注(2)。

(47) 神田=黒沼=松尾・前掲注(1)416-417頁〔石田〕。

(48) 金融庁「ユナイテッド投信投資顧問株式会社に対する行政処分について」(平成24年10月16日)。

依頼を受け、年金一任契約を締結し、その後、A基金から運用を委託された資産全額を、乙号組合に出資した。なお、当社は、RB社から、年金一任契約締結の依頼の背景として、A基金が、新たに組成される乙号組合に対する強い投資意向を有している旨の説明を受けている。

乙号組合に対する出資前の調査等が不適切な状況は以下のとおりである。説

(イ) A基金から運用を委託された資産全額について、未公開株を投資対象とする投資事業有限責任組合に出資することが、A基金の運用状況等に照らし、運用方法として適合しているかどうかに関し全く調査・確認を行っていない。

(ロ) 未公開株を投資対象とする投資事業有限責任組合に対し出資を行うとしても、当該組合の運営者をRB社とすることが適切か、に関して十分な調査を実施していないほか、乙号組合が投資する予定の未公開企業の実態等の把握が著しく不十分である。

乙号組合に対する出資後のモニタリング等が不適切な状況は以下のとおりである。

乙号組合に対する出資後に、当社が乙号組合に対し行ったモニタリングやA基金に対する運用報告の状況を検証したところ、次の(イ)及び(ロ)のとおり極めて不適切な状況が認められた。

(イ) A基金に対する運用報告が不適切な状況

当社は、年金一任契約に係る運用の状況に関する報告書(以下「四半期運用報告書」という。)を作成し、A基金に提出しているところ、上場予定が白紙となっている乙号組合の投資先未公開企業に関し、RB社から、上場予定が確定している旨の報告を受け、当該報告が事実と反することを容易に把握できたにもかかわらず、十分な確認を行わず、四半期運用報告書に、上場時期が確定している旨のRB社からの上記報告に沿う内容の記載をしている。

(ロ) 乙号組合に対するモニタリングが不適切な状況

乙号組合において、上場予定が白紙となった投資先未公開企業について、合理的な理由なく追加投資が行われているが、当社は、適切な措置を講じなかった。

また、当社は、年金一任契約に係る投資について乙号組合への出資が妥当であるかについて定期的に見直しを行う等のモニタリングを実施していない。

(金融庁の解釈)

当社は、年金一任契約の締結により、A基金のために善良なる管理者の注意をもって、年金一任契約の内容に従って、年金資産の運用として適切な投資方法及び投資先を、十分な調査・検討の上で決定し、乙号組合への出資後も、乙号組合に対するモニタリングを実施すべき義務を負っていたものであるが、上記ロ及びハのとおり、当社が実施した、乙号組合への出資決定にあたっての調査等及び出資後の乙号組合に対するモニタリング等は極めて不適切であり、当社は、善良なる管理者の注意義務に違反したと認められる。

当社の状況は、金融商品取引法第42条第2項に定める、善良なる管理者の注意義務に違反したと認められる。

(検討) 金融庁が、年金投資一任契約を締結した投資顧問会社に適合性原則違反等を認め、そのことが金商法第42条第2項に定める、善良なる管理者の注意義務に違反したと認めた点が重要である。特に、基金の資産全額を、未公開株を投資対象とする投資事業有限責任組合に出資しており、①分散投資を行っていない点や②未公開株式への投資である点が問題視され、また③基金の資産全額を投資事業有限責任組合出資したことが、顧客の強い投資意向であったにも関わらず、投資顧問会社の責任が認定されている。また、④出資が妥当であるかについて定期的に見直しを行う等のモ

ニタリングを実施していないことが問題とされている。

米国においても、投資顧問の適合性の原則は、1940年投資顧問法において明文の規定によって定められているものではなく、投資顧問の信任義務から導き出されており、わが国において、投資運用業者の適合性の原則違反が、金商法上の善管注意義務違反となるという構成は、米国と共通している。石田教授も、金商法42条は、「投資運用業を行う金融商品取引業者等の受託者責任を法文上明確にし、金融商品取業者等の公正性・信頼を確保し、権利者の利益保護の徹底を図るものである」とした上で、「投資運用業者は、権利者のために忠実に投資運用業を行い、善良な管理者の注意を尽くして投資運用業を遂行しなければならないから、権利者の投資目的および財産状態に適合しない投資を行ってはならない」と述べている⁽⁴⁹⁾。投資運用業者の適合性の原則は、金商法42条の分岐的義務または具体的適用事例として位置付けられると考える。

(ii) 投資運用業者は、民法上、投資一任契約締結後において適合性の原則を負うのであるが、その法的根拠を考える。

投資一任契約の勧誘の段階では、投資運用業者と顧客との間では契約関係は生じていない。しかし、投資一任契約が締結された後は、投資運用業者は、民法上、顧客に対し委任契約上の善管注意義務（民法644条）を負うことになる。投資運用業者は、民法上の善管注意義務から導き出される適合性の原則を負い、その違反行為により債務不履行または不法行為に基づく損害賠償責任も負うことになる。

2 適合した運用を行う義務

(1) 投資運用業者は、顧客の知識、経験、財産の状況及び投資一任契

(49) 神田=黒沼=松尾・前掲注(1)415, 421頁〔石田〕。

約を締結する目的に照らして不適合と認められる投資の運用を行ってはならない。すなわち、投資運用業者は、その投資運用、すなわち運用を任されている顧客の口座のために行おうとする証券の売買が顧客の財務状況、投資経験および投資目的に適合していると合理的に決定していない場合は、証券の売買を行ってはならない。なお、米国において、顧客の状況が保守的な投資もしくは低リスクの投資を要求していた場合、または投資運用業者が顧客に対し低リスクの投資を行うと表明した場合、投資運用業者によって行われた様々な投資が適合していないと認定されるケースが多い（前述第1章第2節①ないし⑨の事例参照）。

しかし、投資運用業者は、顧客の口座において特定のリスクのある一定の種類の商品に投資することが、絶対に禁止されるものではない。すなわち、顧客が当該投資商品のリスクに耐えることができ、かつ喜んで耐えることができ、かつ潜在的な利益を顧客に生み出すという場合は、当該リスクは正当化される。

例えば、わが国の参考判例として、投資顧問会社と投資一任契約を締結した顧客が日経先物オプション取引の結果、投資一任契約に伴う契約資産の預託する契約を締結した証券会社から、投資の損失に伴う資金の支払を請求され、認められた事案がある。⁽⁵⁰⁾

（事実の概要）

訴外の A 投資顧問会社と投資一任契約を締結した顧客 Y（被告）が日経先物オプション取引の結果、投資一任契約に伴う契約資産を預託する契

(50) 東京地判平成23・12・26（平成20年（ワ）第35894号：損害賠償請求事件）（文献番号 2011WLJPCA12268007）、なお、本件で登場する証券会社および投資顧問会社が共通の類似の事件として、東京地判平成27・9・29（平成20年（ワ）第37367号・平成22年（ワ）19806号：損害賠償請求事件（本訴）、損害賠償請求反訴事件（反訴））（文献番号 2015WLJPCA09298035）がある。

約を締結した X 証券会社（原告）から、投資の損失に伴う資金の支払を求められた事件である。顧客 Y は、X 証券会社がオプション取引につき、積極的な指導および助言を行う義務があると主張し、かつその義務違反行為は、善管注意義務、忠実義務、誠実公正義務および適合性原則違反に当たり、顧客 Y に対する債務不履行または不法行為（A 投資顧問会社との共同不法行為）を構成すると主張した。

（判旨）X 証券会社と顧客 Y との間の本件預託契約は、投資の専門家である A 投資顧問会社と顧客との間の本件投資一任契約を前提とするものであって、投資判断については、A 投資顧問会社、更には A 投資顧問会社の投資判断者である訴外 B（A 投資顧問会社の従業員）がこれを行うことが合意されていたのであるから、A 投資顧問会社または B が、投資の専門家であれば誰もがしないような著しく不合理な投資判断をしており、その結果、顧客 Y に看過し得ない損失が発生することが確実であるなどの特段の事情のない限り、X 証券会社が A 投資顧問会社または B の投資判断につきその当否を判断した上、A 投資顧問会社や顧客 Y に対し、指導したり、助言するなどの義務を負うことはないというべきである。そして、本件においては、…… 上記特段の事情の存在が認めることができないから、顧客 Y の主張はいずれも採用することができない。

（分析）本件においては、投資一任契約に基づく預託資産の管理を行う証券会社の責任が問われた。本件で注目すべき点は、日経先物オプション取引を行うことが合意された投資一任契約は有効であるが、「投資顧問会社やその投資判断者が、投資の専門家であれば誰もがしないような著しく不合理な投資判断をしており、その結果、顧客 Y に看過し得ない損失が発生することが確実であるなどの特段の事情があれば、」投資運用業者や預託資産の管理を行う証券会社の責任が生じると判示されていることである。投資一任契約において、投資運用業者が運用資産のすべてを日経先物オブ

ション取引に投資することは、通常は、分散投資を行っておらず適合性の原則に違反するとされるであろうが、本件におけるように、顧客の知識、経験、財産の状況、かつ、投資一任契約を締結する目的を日経先物オプション取引と定めているという状況においては、適合性原則違反とはならないと考えられる。

(2) 適合性の義務は、投資顧問がその推奨する投資商品を知るという要件を含んでいる。投資運用業者が運用する投資商品についての現実の知識を欠いていたことは、適合性の原則違反の責任を免れない。米国において、投資顧問が顧客のために購入する証券が適合しているかに関して、適正評価 (due diligence process) を行う義務があり、それを怠ることが適合性原則に違反すると認定されている (前述第1章第2節⑭および⑮の事例参照)。わが国においても、同様の事案が投資顧問の善管注意義務違反として認められているが⁽⁵¹⁾、適合性原則に違反することになる。

(3) 投資運用業者は、前述したように、投資一任契約を締結する前に、顧客の財務状況、投資経験および投資目的に対する合理的な調査を行う義務を負う。しかし、投資運用業者は、投資一任契約締結後においても、投資運用が適合しているか否かを判断するために定期的に顧客の情報を収集しなければならない。すなわち、投資運用業者は、顧客に関し、現在の収入、投資物件、資産および負債、結婚の有無、保険の加入状況ならびに財務上の目標を含んだ、顧客に関する個人的な情報および財務上の情報を獲得することが要求される。

情報が更新されなければならない頻度は、その状況の下で合理的と考えられるものである。前述の米国で言われているように、顧客の情報の更新をいつ行うかについて決定するに当たって考慮される要因は、とりわけ2

(51) 神田=黒沼=松尾・前掲注(1)421-427頁〔石田〕。

つある。1つは、情報が最後に更新されてからの時間の経過である。最小限度、1年ごとに確認すべきであろう。もう1つは、投資運用業者が現在その助言の基礎においている情報を不正確または不完全なものにしてしまう出来事が生じたことを認識しているか否かである。例えば、税法の改正、または顧客が退職し、または結婚上の地位の変更を経験したという認識は、新たに確認する義務を生じさせる。

投資一任契約において、顧客も、定期的に情報を確認し、かつ変更があれば投資顧問に通知することを要求される条項を設けるべきであろう。

投資運用業者の調査書および顧客の回答書は、保存されなければならない。これにより、投資運用業者が適合性の原則を遵守したか否かを規制当局が判定できることになる。

3 特定投資家に対する適合性の原則

特定投資家（適格機関投資家、国、日本銀行および内閣府令で定める法人である（法2条31項、定義府令23条））に対する勧誘において、適合性の原則が排除されている（法45条1号）。しかし、金融商品取引業者の誠実公正義務（同36条）、投資助言・投資運用業に関する顧客に対する忠実義務・善管注意義務（同41条・42条）については、適用除外されていない。

そこで、投資運用業者は、特定投資家に対して投資一任契約の締結という金融商品取引行為の勧誘を行う際に、適合性の原則に服さないことになる。

しかし、特定投資家に対する投資一任契約締結後の投資運用業者の適合性の原則をいかに考えるかである。投資助言・投資運用業に関する顧客に対する忠実義務・善管注意義務（同41条・42条）については、適用除外されていないために、善管注意義務から導き出される適合性の原則を負う

ということになる。

なお、米国では、SECは投資運用業者が、我が国における特定投資家に該当する機関投資家に対しても、適合性の原則が適用されると解している。その理由として、①機関投資家は、それ自身、理解していない複雑な金融商品に対する投資の推奨の結果として、重大な損失を被ってきたということ、②熟達しているとみなされない投資家の文脈において大きく発展したところの、適合した推奨を行うという義務の基礎にある合理性は、通常、熟達しているとみなされる投資家に対しても、また、適用されるということである。⁽⁵²⁾

また、特定投資家に対する投資一任契約締結の勧誘時において、投資運用業者は、特定投資家に対して適合性の原則を負わないということは合理性を欠いている。特定投資家に対する勧誘において、適合性の原則が排除されていることは、廃止すべきである。

第3節 適合性の原則の違反の効果

1 適合性の原則違反と民法上の効力

適合性原則違反があれば、投資運用業者は、損害を被った顧客に対して損害賠償をする責任を負う。その法的根拠をどう考えるのか。⁽⁵³⁾学説・判例とも、証券会社の適合性原則違反がある場合、顧客は、不法行為に基づく損害賠償請求ができると解している（最判平成17・7・14民集59巻6号1323頁）。

投資運用業者も、適合性原則違反があれば、証券会社の適合性原則違反

(52) Inv. Adv. Act Rel. No. IA-1406, [1993-1994 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85,327 (SEC March 16, 1994).

(53) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第4版）』（商事法務，2015年）240頁。

の場合と同じく、顧客は不法行為に基づく損害賠償請求ができると解してよいと思われる。

参考判例として、①投資一任契約の勧誘に関し、投資資金を貸付けた銀行に対する適合性原則違反による損害賠償の請求が主張されたが、違反が認定されなかった事案がある。⁽⁵⁴⁾

(事案の概要)

原告X社は、被告Y銀行から金員を借り入れ、訴外A投資顧問会社との間で投資一任契約を締結し、継続的に投資一任契約を行っていたX社が、Y銀行から受けた上記貸付、投資一任契約等の勧誘は、適合性原則、説明義務に違反する、または上記各契約の締結後の助言・協議義務違反、契約継続強要があったなどと主張して、不法行為（使用者責任）（民法709条、715条）または債務不履行（同415条）に基づき、本件各取引により発生した損害等の支払を求めた事案である。

(判旨)

争点（不法行為〔使用者責任〕または本件貸付の付随的義務に違反した債務不履行の責任）について

被告Y銀行の従業員による本件貸付と投資一任取引を一体化させた積極的な勧誘行為があったかについて、裁判所は、「Xは、Yの担当者である支店長DからA投資顧問会社を紹介されており、……DとA投資顧問会社の担当者から運用計画書を受領し、これらの運用契約書の詳細な記載内容からするとA投資顧問会社の担当者から本件投資一任契約に関する詳細な説明を受けていないとは限らない。……Xの主張するように、Dにおいて、本件各契約を1つのセット商品のように述べ、かつ、これを積極的に勧誘したものであったとまでは必ずしもいえない。」と判示し、「被告Y銀行の

(54) 東京地判平成26年3月7日判決（LEX/DB 文献番号25518440）

従業員による本件貸付と投資一任取引を一体化させた積極的な勧誘行為があったことを前提にして、被告Y銀行には、本件投資一任契約の当事者である投資顧問会社の勧誘行為と全く同様に適合性の原則が適用され、金融商品についても信義則上の説明義務を負う旨の原告の主張は、採用できない。」と判示した。

また、裁判所は、本件貸付における信義則上の付随義務違反が生じることがないかについて、「本件投資一任契約（およびこれに付随する本件信託契約）の仕組み、内容は、……ビーグルとして訴外B信託銀行と本件信託契約を締結し、その信託財産の運用はA投資顧問会社に委託するものであって、Xが直接投資する形態よりは複雑な形態をとっているものの、その運用対象は、国内株式、転換社債、待機資金（預金等と推認される。）が予定されており、その内容や仕組みについて理解するために高度の専門的知識や経験が必要とはいえない、ごく基本的で単純な金融商品である。また、本件投資一任契約は、1か月前に申し出ること、いつでも解約することができるのであり、流動性も確保されているといえる。」と判示し、また、裁判所は、Xやその取締役が各種の投資経験があり、かつX社の業績も好調であり、かつX社の代表者も多額の個人資産を有していたことを認定した上で、「本件投資一任契約の特性、原告の投資経験、金融商品取引の知識、投資性向、財産状態等に照らし、Xに対し、本件投資一任契約を含む各契約の勧誘をすることは、適合性の原則に反したことが明らかであるとまではいえない。」と判示した。

Xが本件投資一任契約を理解していない、ないし誤解するなどの事情を認めながら、これを放置したなどの事情があるかについて、裁判所は、「Xが、本件投資一任契約を理解していない、ないし、誤解しているなどの事情を認識しながら、これを放置するなどの事情があったとはいえないから、Yに、本件貸付における信義則上の付随義務が生じる余地もないと

いうべきである。……。

以上によれば、YはXに対し、不法行為〔使用者責任〕または本件貸付の付随的義務に違反した債務不履行責任のいずれも負うことはない。」と判示した。

(分析) 本件において、投資一任契約の勧誘に関し、投資資金を貸付けた銀行に対する適合性原則違反について、判断が下されたものである。しかし、投資一任契約の勧誘・説明は、銀行の支店長と投資運用業者が共同して行っており、「本件投資一任契約の特性、原告の投資経験、金融商品取引の知識、投資性向、財産状態等に照らし、Xに対し、本件投資一任契約を含む各契約の勧誘をすることは、適合性の原則に反したことが明らかであるとまではいえない。」という裁判所の判断は、訴外の投資運用業者に対しても当てはまると思われる。そこで、投資運用業者が投資一任契約の勧誘にあたって適合性の原則違反があれば、不法行為に基づく賠償責任が認められることになる。

さらに、投資運用業者は、顧客に対する勧誘の結果、投資一任契約を締結した後、投資一任契約という委任契約上の善管注意義務（民法644条）から導き出される適合性の原則を顧客に対して負うということになる。適合性の原則に違反した投資顧問は、投資一任契約という委任契約上の善管注意義務に違反しており、債務不履行による損害賠償を請求できるであろう⁽⁵⁵⁾。

(55) 参考判例として、被告の投資一任契約を締結した投資顧問業者が、期末に一〇パーセントの実現益を達成するという目標に照らして、株式及びワラントを中心に短期売買をするという方針が明らかに合理性を欠くものといえるかどうかを検討されたが、その責任が認められなかった事件がある。原告顧客側は、被告の投資顧問業者に対し一任契約上の債務不履行（忠実義務違反ないし善管注意義務違反）を主張し、かつ被告のファンドマネージャーに対し注意義務に違反したとして不法行為による損害賠償責任を主

2 適合性の原則違反と金商法上の効力

米国においては、投資顧問が適合性原則違反行為を行えば、詐欺禁止規定である投資顧問法206条2号が適用されており、米国の規制を我が国に置き換えると、投資運用業者が適合性原則違反は、投資運用業者の顧客に対する忠実義務および善管注意義務を定める金商法42条違反となり、また、当該違反行為が非常に悪質な場合は、金商法157条違反となる場合もあろう。

おわりに

我が国において、一般投資家が証券取引を行うときに利用する証券会社の適合性の原則が注目され、その研究や立法が先行してきた。しかし、高齢化社会において、投資運用業者の役割が重要となり、その適合性原則の研究および規制の強化が図られなければならない。米国法の研究から明らかになったように、投資運用業者の適合性の原則は、証券業者の適合性の原則⁽⁵⁶⁾と比べると、原理および適用の場面において、異なっている。投資運

張した。しかし、裁判所は、一任契約上の債務不履行ないしは不法行為があったと認めることはできないと判示した。東京地裁平成9年12月17日判決（平成9年12月17日平成5年（ワ）第7636号：損害賠償請求事件，平成7年（ワ）第22516号：投資顧問報酬請求事件）（判例タイムズ982号181頁）。

(56) ドット・フランク法は、リテイルの顧客 (retail customers) に対して個別的なサービスを提供する投資顧問および証券会社の両者の統一的な行為基準を研究し、かつ SEC に対して、そのような行為基準ためのルールを公布する権限を与えた。SEC は、2011年1月に研究報告書を議会に提出するに至っている (<http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>)。当該報告書の中で、SEC は、財務の専門家がリテイルの顧客 (retail customers) に対して証券に関する個別的な投資助言を提供する場合、証券会社および投資顧問に対する統一的な受託者の行為基準（現在、投資顧問法の下で投資顧問に対して適用される基準よりも厳しくはない）を確立するためのルールの制定を推奨している。しかし、現在のところ、

用業者に対して適合性の原則を適用するにあたっては、投資一任契約の特殊性を十分に考慮すべきであろう。

論

説

このような統一的な行為基準は、具体的に設けられていない。

The Obligation of Suitability of Investment Advisers who
Perform Investment Management Business:
The Study Based on the Comparison of Japan Law
with U.S. Law

Hiroyuki USHIMARU

The purpose of this article is to clarify legal problems about the obligation of suitability of investment advisers who perform investment management business and to investigate a solution. Thereby we can protect Japanese investors. The method of the study is to compare the law of U.S. with Japan.

Japanese investment advisers have an obligation of suitability that requires an adviser make only suitable advice to clients.

In the first place, japanese investment advisers have an obligation of suitability when they solicit the conclusion of a discretionary investment contract. This obligation is an express requirement under the Financial Instruments and Exchange Law (Article 42, Article 38(3)).

In the second place, japanese investment advisers have an obligation of suitability when an adviser manages the account of clients. This obligation is not an express requirement under the Financial Instruments and Exchange Law. But it derives from the duty of care (Article 42 of the Financial Instruments and Exchange Law).

SEC has brought many enforcement proceedings against investment advisers accompanied by the issue of the obligation of suitability in the United States. In 1994, SEC proposed a rule that would have codified this duty.

I introduce such enforcement proceedings and the SEC's proposed suitability rule in order to prevent illegal business of Japanese investment advisers and to regulate such business by the regulatory authority.

I analyze various legal questions of the obligation of suitability of investment advisers who perform investment management business. For

example, there are the following questions. In other words, there are the content of the duty to give suitable advice, the duty to inquire into each client's financial situation, investment experience and investment objectives, the duty to institutional clients, the scope of suitability inquiry, updating client information and the effect of the violation.

論
説