



明治学院大学機関リポジトリ
<http://repository.meijigakuin.ac.jp/>

Title	アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について
Author(s)	倉重, 八千代
Citation	明治学院大学法学研究 = Meiji Gakuin law journal, 103: 89-129
Issue Date	2017-08-28
URL	http://hdl.handle.net/10723/3226
Rights	

アメリカのオンライン取引における適合性原則の 推奨概念の解釈について

倉 重 八千代

第一章 問題の所在と本稿の目的

我が国において、インターネット取引（「顧客が、証券会社の営業部店以外の場所に設置したコンピュータ又は携帯情報端末等の電子機器によりインターネット又は他の商用オープンネットワークを利用して有価証券の売買注文等を発注し、当該売買注文等が機械的に認識・処理される取引」⁽¹⁾）は、年々増加している。

平成 28 年 9 月末時点、日本証券業協会に加盟する調査対象会員 257 社のうち、インターネット取引を行っている会員数は 71 社（27.6%）、インターネット取引の口座数は約 2,278 万口座、有残高口座数は 1,550 万口座、60 才代および 70 才以上の有残高口座数は全体の 41.8% を占めており、インターネット取引は 60 才以上の層にも広く普及していることが特徴として挙げられる⁽²⁾。

近年の ICT 化と高齢化の進展、高齢投資家をはじめとする個人投資家によるインターネット取引の増加等を背景に、インターネット取引における適合性原則や説明義務等を巡る訴訟が増えている。例えば、業者⁽³⁾が、顧客とのインターネット信用取引を通じて決済損金が生じたとして、顧客に立替金等を請求するのに対し、顧客が、当該決済損金は業者の適合性原則違反・説明義務違反等により生じたものであるとして、業者の顧客に対する当該立替金等請求債権と顧客の業者に対する不法行為に基づく損害賠償請求債権とを対当額で相殺す

る旨を主張し、立替金等の支払義務を争う事案が挙げられる⁽⁴⁾。

このような事案において、訴訟当事者の主張を下に、その重要な論点を集約するならば、①インターネット取引においても、適合性原則（金融商品取引法〔以下、「金商法」と表記する。〕40条1号）の射程は及ぶのかという問題、②周知の通り、最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁が、最高裁で初めて、適合性原則違反が民事責任（不法行為責任〔民法709条〕）の認定根拠になり得ることを認めたが（ただし、本件においては、適合性原則に関する業者の不法行為責任の成立を否定）、仮に、インターネット取引においても、適合性原則の射程が及ぶとするならば、どのような行為が適合性原則違反となり、どの程度の適合性原則違反が不法行為となるのか、適合性原則違反と不法行為法上の違法性の判断との関係をどのように位置付けるのかという問題、③勧誘を伴わない自発的な注文取引を行う顧客が自己の損失を拡大させた場合、業者は何等かの責任を負うことがあるのかという問題（例えば、a. インターネット取引における説明義務はいかなるものか、b. 業者に顧客の継続中の取引を監視する義務はあるのかという問題）が挙げられる。

これらの問題を検討する前提として、「勧誘」（金商法40条1号）の概念をいかに解釈すべきかの問題が挙げられる。仮に、適合性原則が勧誘行為を前提とする場合にのみ、その射程が及び、その適用があり得るとするならば、勧誘は、適合性原則の適用の判断の有無において、極めて重要な要件となる。

インターネット取引における、上記勧誘の概念はいかなる内容なのか、どの程度まで勧誘概念を柔軟に解釈することが許されるのかについて、検討する必要があるものと思われる。

そこで、本稿では、これらの問題意識の下、適合性原則（suitability rule）を今日まで発展させ、投資者の保護と市場の公正性・健全性の維持とのバランスを図ってきたアメリカ法⁽⁵⁾を考察の対象とし、アメリカ法から示唆を受け、今後、我が国のインターネット取引における、適合性原則の勧誘概念について、

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈についてあるべき解釈論の方向性を探ることを目的とする。

本稿の構成は次の通りである。次の第二章では、我が国の勧誘概念に関する議論状況について、第三章では、アメリカのオンライン取引（online trading、以下、アメリカの場合、「オンライン取引」とする。「オンライン取引」の詳細は、第三章第一節）の機能の変容について、第四章では、NASD（全米証券業協会：National Association of Securities Dealers）による適合性原則（NASD Conduct Rule 2310）の推奨概念について、第五章では、FINRA（金融取引業規制機構：Financial Industry Regulatory Authority）による適合性原則（FINRA Rule 2111）の推奨概念について、第六章では、我が国のインターネット取引における、民法と金商法が交差する上記の問題に、得られる示唆を明らかにし、結論と今後の展望を述べることとする。

第二章 我が国の勧誘概念に関する議論状況⁽⁶⁾

金商法には、同法40条1号の「勧誘」の定義規定は置かれていない。当時の立案担当者は、金融商品取引業者等の行為規制において、「勧誘は、金融取引への誘引を目的として特定の利用者を対象として行われる行為とすることができる。金融取引への誘引目的の有無は、一般的な投資者を基準として、客観的状況をふまえて実質的に判断されることになる。」⁽⁷⁾とし、勧誘と広告等（情報提供）とを区別する。また、立案担当者は、旧外証法における「勧誘類似行為」（旧外証法3条2項ただし書、旧外証法施行令2条2号）の概念の具体的内容である「①新聞・雑誌・テレビ・ラジオ等による有価証券に対する投資に関する広告、②有価証券に対する投資に関する説明会の開催、③口頭・文書・電話その他の通信手段による有価証券に対する投資に関する情報の提供、および④①～③の行為に類する行為」（旧外証府令7条）を参考にして、「これらの行為は、開示規制においては『勧誘』概念に含まれる（企業開示ガイドラインB4-1）が、

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

業規制においては『勧誘』概念に含まれないと考えてよい（金業者等監督指針Ⅶ-3-1(2)②ロおよびⅧ-2-5(2)①イ参照）」とする（ただし、「これらの行為も実質的に『勧誘』に該当する可能性があることに留意する必要がある。」とする。）⁽⁸⁾。

金融庁は、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（平成29年6月）Ⅲ-2-3-1 適合性原則」において、「金融商品取引業者は、金商法第40条の規定に基づき、顧客の知識、経験、財産の状況、投資目的やリスク管理判断能力等に応じた取引内容や取引条件に留意し、顧客属性等に則した適正な投資勧誘の履行を確保する必要がある。」とし、「特に、インターネット取引については、その非対面性に鑑みて細心の注意を払うこと。」とする。本指針は、インターネット取引のみを理由に、金商法40条1号の適用を否定していないものと捉えられるが、勧誘概念については、必ずしも明らかではない。

日本証券業協会は、「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」（平成17年12月）「Ⅱ 一般的な留意事項」において、「①インターネット取引についても、当然に、現行の法令・諸規則が全て適用されること。」とし、また、同「4 法令・諸規則の遵守に係る事項」において、「インターネット取引に係るシステムの構築及び運営に当っては、勧誘・広告に係る法令・諸規則に十分に留意する必要がある。」とする。本ガイドラインも、インターネット取引のみを理由に、金商法40条1号の適用を否定することはないものと捉えられるが、勧誘概念については、必ずしも明らかではない（ただし、「営業に利用することを目的とした投資勧誘に係る書き込み」は、「公正慣習規則7号に規定する『広告等』に該当する」とする。）。

その後、日本証券業協会は、高齢顧客の取引増加に伴い、高齢顧客への勧誘による販売に係る適正な投資勧誘に資するため、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」等を一部改正し、第5条の3⁽⁹⁾を追加し、また、「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3の考え方」（平成25年10月29日）（「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン」）を公表し、当ガイドライン

における「勧誘」については、「個別商品の買付けに関する説明」であることを明らかにした。

さらに、日本証券業協会は、上記「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン」の適用対象となるインターネット取引における、勧誘該当性を明確化することについての検討等を行い、「『インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会』の検討事項に関する検討結果について」（平成28年4月25日）を公表した。そして、上記ガイドラインは改正され（平成28年9月20日）、インターネット取引における高齢顧客の取引に関しての規制については、「インターネットにより発注する行為そのものではなく、発注の前段階としての投資勧誘規則第5条の3に規定する『勧誘による販売』に該当する行為の有無について考える」ものとする。また、「高齢顧客がウェブサイト上の表示・サービスに基づき、自発的にインターネット取引を行う場合について、協会員が提供しているウェブサイト上の表示・サービスは、高齢顧客が行う、検討の開始、商品の選定、情報の入手、購入の判断の過程において、担当営業員が行う勧誘とは同等・同質の行為でない限りは、本ガイドラインの適用対象にはならない」とする。ただし、担当営業員が行う勧誘と同等・同質の行為が具体的にどのような行為なのかについては、必ずしも明らかではない。

学説は、「特定の金融商品・取引への誘引目的でその推奨をなす広告は勧誘に近い性質を有すること、また、勧誘か否かは個別事例毎の事実関係に即した実質的判断によることからすると、例えば、特定のインターネット取引をネット上の広告等で誘引し、そのまま申込画面で申し込みさせるような行為は、金商法40条1号の勧誘に該当すると解される可能性も否定できない」⁽¹⁰⁾とする見解、「『インターネット取引では勧誘がないから、業者責任は問題とならない』とする理解は単純にすぎるといえよう」⁽¹¹⁾とする見解や、「データマイニングの発達により、個別の顧客ごとにカスタマイズされた情報がウェブ上に表示されるなど、『勧誘』ともみなし得る状況が生じている」⁽¹²⁾との指摘がある。また、

「インターネット電話サービスによる対話を通じて金融取引を行った場合や、電子メールなどを通じて具体的な商品の勧誘行為があった場合などには、これらの事実が適合性の原則の前提となる『勧誘』行為の存在を根拠付けるものとなり得る」⁽¹³⁾とする裁判官の見解も存在する。

下級審裁判例においては、「インターネット取引には勧誘行為はなく適合性原則違反はない」という業者側の主張が散見されるが、近時の裁判例は、勧誘行為の有無を検討し、業者の適合性原則違反やその他の責任の有無につき判断するようになりつつある⁽¹⁴⁾。

なお、消費者契約法の領域においては、これまで、勧誘概念について盛んに議論がなされ、様々な見解⁽¹⁵⁾が存在し、最判平成29年1月24日金法2064号84頁（いわゆる「クロレラチラシ配布差止等請求事件」）が、業者が自己の商品の原料の効用等を記載した新聞折込チラシを配布することが、消費者契約法12条（差止請求権）1項および2項にいう「勧誘」に当たるか否かが争われた事案において、同法12条の勧誘概念については、「事業者等による働きかけが不特定多数の消費者に向けられたものであったとしても、そのことから直ちにその働きかけが法12条1項及び2項にいう『勧誘』に当たらないということではできないというべきである。」とし、最高裁で初めて、不特定多数の消費者向けであることをもって勧誘から一律に排除されるものではないとの判断を示した。

一方で、前述のとおり、インターネットの領域においても勧誘行為は存在するのかという問題については、学説をはじめとする諸々の見解は存在する場合があることを認める傾向にあり、インターネット取引には一律に勧誘行為がなく適合性原則の適用はないという考え方（主として業者側の主張）とは、一線を画す。

インターネット取引は、「非対面性」という特性があり、広告・説明・助言等との関係から、勧誘該当性について峻別の困難が生じやすい行為が存在する。このため、インターネット取引における、①勧誘概念の解釈、つまり、どのよ

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

うなコミュニケーションが適合性原則の目的に適う「勧誘」となり、②どのような場合に、不法行為を構成するほどの適合性原則違反となるのか、さらには、③適合性義務の始期と終期はいつなのかについては、今後も検討の余地があると思われる（本稿では、上記①を中心に検討する）。

第三章 アメリカのオンライン取引の機能の変容

第一節 オンライン取引の開始とディスカウントブローカーの変容

アメリカでは、1995年にオンライン取引が開始された。アメリカでは、一般に、オンライン取引とは、インターネットまたは他の電子手段（無線アクセス、タッチトーン電話、その他の新技術等）を経由して証券を売買することを指す⁽¹⁶⁾。

オンライン取引では、ほとんどの場合、顧客は通常のインターネットサービスプロバイダを通じて証券会社のWebサイトにアクセスし、Webサイトで提供された情報を参照したり、自己のアカウントにログインし注文したり、アカウントでの取引をモニターしたりする⁽¹⁷⁾。

手数料の自由化に伴う低コスト性、利便性等を理由に、1995年のオンライン取引開始後、オンライン取引の利用者が急増し、限定されたサービスを割安な手数料で提供するディスカウントブローカーを介して、様々な証券取引が行われるようになり、市場の境界線が拡大した。

John C. Coffee, Jr. (1997年当時、コロンビア大学ロースクール教授) は、1997年に公表した論文 (*Brave New World? : The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation*) において、下記のように述べている。

「コンピュータの登場は、現代の金融経済に実際の取引決定を適用すること容易にし、複雑なポートフォリオ取引戦略の実行を可能とすることにより、証券市場に革命を起こした。」⁽¹⁸⁾

その後、2000年前後のITバブルおよびその崩壊から、2008年の金融危機、オバマ政権による、2010年のドッド＝フランク・ウォール街改革および消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act：以下、「Dodd-Frank Act」と表記する。）の成立、2017年2月のトランプ政権による、Dodd-Frank Actの見直しに関する覚書の提出（同年6月、Dodd-Frank Actの諸規定を大幅に修正する金融選択法案〔Financial CHOICE Act of 2017, H. R. 10〕が米国連邦議会下院通過）に至るまでの間に、アメリカの証券会社と銀行は再編を繰り返した。

その一方で、ITバブル崩壊後から、情報提供・投資提案・助言を求める顧客が増加したことを背景に、これらを中心とするサービスの需要が拡大し、限定されたサービス（原則として、アドバイス等を行わず、顧客からの売買注文の執行業務を中心とする）を、通常よりも割安な手数料で提供するディスカウントブローカー（我が国でみられるような「ネット専業証券」）は、次第に、存在しなくなるとされる⁽¹⁹⁾。

第二節 ロボアドバイザー（Robo-Adviser）の台頭と新たな課題

現在のアメリカの金融証券市場は、フィンテック（FinTech）における、人工知能（Artificial Intelligence、以下、「AI」と表記する。）を駆使したロボットアドバイザー（Robo-Adviser、以下、「RA」と表記する。）といった電子的メカニズムを通じて、業者が、顧客に対して、投資助言や資産運用を提案するビジネスモデルが広がりを見せ、急速に成長し、新たなステージに入っている。

Tom C.W. Lin（2015年当時、テンブル大学ロースクール准教授）は、2015年に公表した論文（*REASONABLE INVESTOR(S)*）において、アメリカの金融市場について、下記のように述べている。

「今日の金融市場は、現代の投資者にとって新しいフロンティアである。過去30年間にわたり、情報技術と金融規制における相補的で共生的な進歩は、根本的に金融を変えた。

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

レギュレーション ATS (Regulation Alternative Trading System：代替的取引システム)、レギュレーション NMS (Regulation National Market System：全米市場システム)、デシマル化 (decimalization) の導入のような規制の変更は、電子通信ネットワークおよび代替取引プラットフォームの成長を促進した。

同時に、情報技術とコンピュータサイエンスの進歩は、金融業界におけるコンピュータ化と AI を加速させた。例えば、新しい金融技術は、たくさんの投資者により多くの投資への機会を与えたオンラインブローカーやその他の仲介業者の成長を促進した。

これら変化の最終的な影響は、スピード、情報量、透明性、複雑性の面で、以前のそれとは根本的に異なる新しい市場である。」⁽²⁰⁾

そして、Lin は、過去数十年の技術進歩、様々な投資手段を瞬時に分析できるアルゴリズム投資プログラムの出現により、今日、多くの投資者は、インターネットを通じて、グローバル化された市場に参入し、オンライン取引の基本アカウントで、債券や株式に加えて、商品先物、外貨、為替ファンド、オプション、デリバティブ、スワップに容易に投資できるようになる一方で、複雑性と増大するリスクに晒されていることを指摘する⁽²¹⁾。

第三節 FINRA と SEC の提示する重要課題

FINRA と SEC (米国証券取引委員会: U.S. Securities and Exchange Commission) は、オンライン投資家のベストプラクティスとして、投資者教育および金融リテラシーの向上を掲げ、その取り組みを行ってきた。

近年、FINRA は、高齢投資家保護を最重要課題の一つとし、2016年10月の高齢投資家保護会議 (THE 2016 SENIOR INVESTOR PROTECTION CONFERENCE) (開催地: ワシントン DC) において、高齢投資家と適合性原則について、また、2017年5月のFINRA年次会議 (THE 2017 FINRA ANNUAL CONFERENCE) (開催地: ワシントン DC) において、FINRA の適合性原則の遵守に関する重要な問題

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

(例えば、オンライン取引における推奨や高齢顧客に対する課題等)を議題の一つとした⁽²²⁾。

SECは、アルゴリズムを駆使して、顧客の資産の運用・配分を行う自動投資顧問サービスの利用急増を背景として、2017年は、電子投資助言(RAによる投資助言等)、マネーマーケットファンド(MMF)、高齢投資家の金融搾取等を注視し、また、退職に備える個人投資家をはじめとする個人投資家の保護と市場全体のリスク評価に引き続き重点を置いている⁽²³⁾。さらに、SECが、IM Guidance Update 2017-02 (Guidance) (Feb. 2017)において、1940年投資顧問法(the Investment Advisers Act of 1940)の適用がある場合において、インターネットを介してクライアントに直接サービスを提供するRA(業者)は、SECに登録された全ての投資顧問(RIA: Registered Investment Advisor)と同様に、実質的に受託者としての義務(fiduciary obligations)に従う旨を明らかにした点、注目に値する⁽²⁴⁾。

第四章 NASDによる適合性原則の推奨概念

第一節 SROの規則としての適合性原則

このようなアメリカの金融証券市場において、適合性原則は、制定法の規定ではなく、SRO(自主規制機関: Self-Regulatory Organization)の規則として発展を遂げてきた。アメリカでは、例えば、ブローカー・ディーラー⁽²⁵⁾の行為規制のために1939年に設立されたNASD、NASDの後身であるFINRA等の各SROによるそれぞれの適合性原則が存在する。

一方で、SECによる、一般的行為規定(例えば、詐欺禁止規定)や個別具体的な適合性規定(例えば、ベニーストック規定)が存在する。

証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)の1983年改正により、事実上、

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

全てのブローカーが NASD の会員（現在では、FINRA の会員）となり、ブローカーの販売活動は、NASD や FINRA の行動規範の対象となり、その規則は、ブローカーに対して、大きな拘束力を与えてきた⁽²⁶⁾。ブローカーがその規則に違反した場合、NASD、FINRA、SEC が一定の制裁を課すことができ、また、SEC が審決により、最終的にブローカーの行政責任を確定する。

第二節 NASD Conduct Rule 2310 と Recommendation to Customer

1. 適合性原則：NASD Conduct Rule 2310 の内容

NASD Conduct Rule 2310 は、FINRA Rule 2111 に改正されるまで、下記 (a) から (c) の順に、段階的に規定された。その内容は、次の通りである。

NASD Conduct Rule 2310

「(a) 会員は、顧客に対して、証券の購入、売却または交換を推奨するに際し、当該顧客が開示した他の証券の保有状況、財務状況および必要性に関する事実があれば、それに基づき、推奨が当該顧客に適合すると信ずるに足る合理的な根拠を有しなければならない。

(b) 会員は、機関投資家ではない顧客に対して推奨した取引（投資信託〔money market mutual funds〕を除く）の執行前に、以下に関する情報を取得するための合理的な努力を尽くさなければならない。

(1) 顧客の財務状況

(2) 顧客の課税状況

(3) 顧客の投資目的

(4) 顧客に推奨を行うに際し、会員もしくは登録外務員によって利用され、または合理的であると考えられるその他の情報。

(c) 本則では、用語『機関投資家ではない顧客 (non-institutional customer)』とは、規則 3110 (c) (4) に基づく、『機関口座 (institutional account)』の要件を充足しない顧客を意味する。」

NASD Conduct Rule 2310 (a) は、1939 年の NASD「公正慣習規則」第 3 章第 2 条 (Article III, Section 2 of its Rules of Fair Practice) (適合性原則) を原型の一つとし、証券の購入、売却または交換を顧客に推奨 (recommendation) をするに際し、顧客により開示された顧客属性の事実に基づき、推奨が当該顧客に適合すると信ずるに足る合理的根拠を有することを、会員または関係者 (associated person) に求めていた。ただし、NASD Conduct Rule 2310 (a) は、顧客が開示した事実が「もしあれば (if any)」, その事実に基づいて適合性の判断を行うことを要求していたことから、顧客の開示がないことを理由に適合性原則違反とはならない旨のブローカーの主張に対処する必要があった。適合性の判断を行うために必要な事実を開示する意思のない顧客に対しては、例外的に適用外と評価する見解もあった⁽²⁷⁾。そして、1990 年に、NASD Conduct Rule 2310 (b) が、ブローカーに対する顧客情報の調査義務に関する規定として新設された。

その後の 1996 年に、NASD Conduct Rule 2310 (c) が新設された。NASD Conduct Rule 2310 (c) によれば、同 Rule 3110 (c) (4) に規定された機関投資家は、同 Rule 2310 (b) の調査義務の適用対象とならないが、同 Rule 2310 (a) の適用は排除されない。ただし、IM2310-3 により、機関投資家が独自の投資リスク評価能力および独自の投資判断能力を有する場合は、ブローカーの適合性義務を尽くすものとされた。

2. NASD Conduct Rule 2310 の解釈について

(1) 「特定顧客適合性」と「合理的根拠適合性」

NASD Conduct Rule 2310 の解釈として、下記の 2 つの判断基準が提示されていた。

一つは、「特定顧客適合性 (customer-specific suitability)」であり、もう一つは、「合理的根拠適合性 (reasonable basis suitability)」である。前者の「特定顧客適合性」は、特定の顧客が開示した、当該顧客の属性 (顧客の他の証券の保有状況、

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

財務状況および必要性等)の内容に基づき、当該顧客に対して行う推奨が適格的であると信ずるに足る合理的な根拠を有することをブローカーに対して要求する⁽²⁸⁾。これは、ブローカーに対して、不適合な推奨を単に禁ずるだけでなく、推奨前の判断において、積極的な義務(顧客から一定の財産情報等を入手し、最新の情報を保つための照会義務)を課すものと解されていた⁽²⁹⁾。このため、このような解釈では、ブローカーは、専門家として、自己の商品を知ることのみならず、「自らの顧客を知る」ことが重視された。後者の「合理的根拠適合性」は、特定の投資に関する推奨につき、十分かつ合理的な根拠(adequate and reasonable basis)があることをブローカーに対して要求する⁽³⁰⁾。これは、顧客の財産、リスク許容度、年齢、または他の個々の特性に関わらず、ブローカーが、当該投資の推奨がいかなる投資者に対しても不適合である旨を根本的に理解していない場合には、適合性原則に違反すると解されていた⁽³¹⁾。このため、このような解釈では、「自らの商品または投資方法を知る」ことが重視された。

(2) 推奨を前提とした適合性原則

NASD Conduct Rule 2310の解釈について、もう一つ重要な点は、適合性原則の適用があるためには、原則として、推奨があることを前提としている点である。つまり、推奨がなければ、原則的に、適合性原則は適用されない(後述の通り、改正後のFINRA Rule 2111においても、原則的に、推奨を前提としていることには変わりはない。この点については、SEC、NASD、FINRAの見解は一致している)。

しかし、NASD Conduct Rule 2310には、推奨の定義がないため、オンライン取引においても、適合性原則の適用を巡っては、推奨の概念をいかに解釈すればよいのか、推奨を構成する行為は何かについての問題が前提として生じた。

アメリカでは、「金融サービスの専門家は、顧客に対し、適合する投資のみを推奨しなければならない(financial services professionals are required to recommend only suitable investments to customers)」という考え方が、証券法(Securities

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

Act of 1933) が創設されて以来、存在したとされる⁽³²⁾。もっとも、推奨要件の例外もあり、ペニー株 (penny stock : 多くは一株当たり 1 ドル未満で発行される極めて投機的な定額株) 取引 (SEC Rule 15g-9) は、ハイリスクな取引として分類されることから、非推奨取引の場合でも、特別の手当てがなされている⁽³³⁾。

3. NYSE Know Your Customer Rule 405 との関係

NYSE (New York Stock Exchange : ニューヨーク証券取引所) の顧客熟知原則 (Know Your Customer Rule 405, 以下「NYSE Know Your Customer Rule 405」と表記する。) は、1909年に、NYSEにより、定められた規則である。当初、NYSE Know Your Customer Rule 405は、顧客保護ではなく、無責任な顧客 (支払能力のない顧客) から会員であるブローカー・ディーラーを保護することを目的として創設された⁽³⁴⁾。

NASD Conduct Rule 2310 との重要な違いとして、第一に、NYSE Know Your Customer Rule 405は、その規定により、「各顧客、各注文、各現金または信用取引口座 (every customer, every order, every cash or margin account)」に適用され、NASD Conduct Rule 2310のように推奨行為に適用を限定しない点が挙げられる⁽³⁵⁾。

第二に、NYSE Know Your Customer Rule 405は、会員は「各顧客に関連する重要な事実を知るための相当の注意 (due diligence) を払う」ことを要求する点である。つまり、各口座の開設と保守に関して、相当の注意を払うことに重点が置かれていた。そして、本規則の効力は、ブローカーと顧客との関係において継続するとされた。

以上のNYSE Know Your Customer Rule 405には、取引の適合性を評価するために顧客情報を入手するという機能が存在するものとして、推奨行為がない場合には、同規則を広範に解釈し、同規則に依拠して、適合性義務をブローカーに課す仲裁判断が存在する⁽³⁶⁾。これについて、仲裁人に一定の裁量が認められ

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について
ると捉える見解⁽³⁷⁾も存在する。ただし、NYSEは、このような解釈を否定し、
適合性原則は、NASD Conduct Rule 2310に依拠するものと解していたとされる⁽³⁸⁾。

第三節 適合性原則の推奨概念の柔軟解釈

1. インターネットの影響とSROの解釈指針

NASDやFINRAは、オンライン取引における推奨概念を柔軟に解釈してきた。インターネットでは、ウェブサイト上のコミュニケーションが、推奨・広告・説明・助言等に該当するか否かの判別が難しいケースが多々あり、あるブローカーのウェブサイト上の情報について、ブローカーが推奨を意図していない場合でも、そのウェブサイトを訪れた者に対しては、推奨行為とみなされる可能性がある。

これまで、NASD、FINRA、SECは、新しい技術やサービスの進化を背景として、オンライン仲介環境で発生する重要な課題に対応するために、適合性原則をはじめとする諸規則の適用に関する、通知(Notice)・規制通知(Regulatory Notice)を継続的に公表してきた。

オンライン取引における適合性(online suitability)に関する、重要な通知・規制通知として、NASDによるもの(以下、①～③:本章)、FINRAによるもの(以下、④:第5章)が挙げられる。さらに、オンライン、オフラインに関わらず、現在のFINRA Rule 2111における推奨概念を理解するに当たっては、⑤ FINRA Regulatory Notice 11-02 (Jan. 2011)⁽³⁹⁾(以下、⑤:第5章)が重要となる。

つまり、NASDは、① 1996年NASD Notice to Members 96-50 (July 1996)⁽⁴⁰⁾において、電子媒体(electronic media)の利用に関するブローカーの監督、その他の義務のうちの適合性義務を例示し、② 1996年NASD Notice to Members 96-60 (Sep. 1996)⁽⁴¹⁾において、投機的な証券または低価格な証券を扱うに際しての「推奨、非推奨に該当するケース」についての解釈指針を提示し、③ 2001

年 NASD Notice to Members 01-23 (Apr. 2001)⁽⁴²⁾において、オンライン取引における「推奨、非推奨に該当するケース」を詳細に例示し、推奨概念の解釈指針を提示した。また、FINRA は、④ 2010 年 FINRA Regulatory Notice 10-06 (Jan. 2010)⁽⁴³⁾において、ソーシャルメディアサイト (Social Media Sites) で、NASD Rule 2210 (Communications with the Public) を含む FINRA の諸規則が、いかにして適用されるかについての解釈指針を提示した。

これらの通知等によれば、NASD、FINRA は、インターネットや電子メール等の電子媒体が推奨を構成する可能性があることを前提に、多くのオンラインブローカーのウェブサイトにおけるコミュニケーションについても、推奨を構成する可能性があるという見解に立っているものと言える。

2. ① NASD Notice to Members 96-50 (Jul. 1996)

1996 年 7 月、当時の NASD は、特定の低価格証券に関連する電子メッセージ量の急激な増加等を背景に、NASD Notice to Members 96-50 (Jul. 1996) を公表した。

NASD は、NASD Notice to Members 96-50 において、電子媒体における適合性判断については、当時の NASD Conduct Rule 2310 を前提として、下記のような解釈指針を提示した。

「推奨する証券について、会員の主たる情報源が、インターネット、オンライン通信、またはその他の電子媒体である場合、会員は、証券を推奨する前に、さらなる調査または研究を行う必要がある。一般的に、会員は、当該証券の取引の妥当性について、注意深く調べ、投資前に当該証券について学ぶことを顧客に促す必要がある。

会員または関係者が、特定の証券に関して、様々な金融の素養、経験、およびリソースを有する、広範囲に及ぶ投資者に対し、電子メール、テレビ、ラジオ、またはその他の電子媒体によるメッセージを通じて、情報伝達する

場合には、特別な注意を払う必要がある。当該状況では、証券の適合性は、メッセージに応答する各顧客については、取引実行前に、判断される必要がある。

さらに、メッセージの受信者に、各顧客の個人の状況に即して、証券を評価することの必要性について、注意を促す通知を電子送信に含めることが望ましいものと考えべきである。」

オンライン取引においても、推奨する証券について、情報を知らずに、あるいは取得しようとせずに推奨するブローカーの行為が適合性原則違反となる可能性を示唆した。

3. ② NASD Notice to Members 96-60 (Sep. 1996)

1996年9月、当時のNASDは、投機的または低価格な証券を扱うに際して、特定の規則・規制・ベストプラクティスに対して、特に注意を払うことを、業者に促すための通知である、NASD Notice to Members 96-32 (May 1996)を補足し、NASD規則の下、顧客に対する適合性義務 (suitability obligation) を明らかにすることを目的として、NASD Notice to Members 96-60 (Sep. 1996)を公表した。

NASDは、NASD Notice to Members 96-60において、顧客に対する適合性義務については、当時のNASD Conduct Rule 2310を前提として、下記のような解釈指針を提示した。

「Rule 2310に基づく会員の適合性義務は、会員により推奨された証券にのみ適用される。したがって、会員からの推奨によらず、自発的に取引をする顧客のために、会員が、単に注文執行人 (order-taker) として行動する場合には、適合性義務は適用されない。……しかし、一連の状況に照らせば、取引が推奨されたものとみなされると判断されることもあり、このような判断は、特定の会員による『誘引 (solicited)』または『非誘引 (unsolicited)』の取引分

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

類には左右されない。とりわけ、会員またはその関係者が、直接の電話コミュニケーション、メールまたは電子メッセージの送信を通じた、プロモーション資料の伝達を含み（ただし、それに限定しない）、多様な手段を通じて、特定の証券に対して、顧客の注意を喚起した場合にも、当該取引は、推奨されたものとみなされるであろう。」

推奨該当性の有無に関する、上記のような、NASD Notice to Members 96-60の解釈指針に対しては、業界側から、解釈次第では、特定の証券について提供された情報が推奨を構成することに加えて、さらには、証券に関する一般的な情報の大量発信をも推奨を構成することとなり、このような推奨概念の拡大解釈が許されるとするならば、「前例のない適合性義務の拡張」をもたらす結果となる旨の懸念が多く寄せられたとされる⁽⁴⁴⁾。

このような業界側の懸念を背景として、1997年3月、NASDは、NASD Notice to Members 96-60に対するNASDの見解を明確化するため、NASD Clarification of Notice to Members 96-60 (Mar. 1997)⁽⁴⁵⁾を公表した。NASDは、NASD Notice to Members 96-60は、概略的な通信コミュニケーションによる証券の言及全てが推奨を構成することを意図したわけではない旨を強調し、推奨を構成する行動は、「関連する事実と状況」に左右されることを強調した。

第四節 投資者保護・救済の必要性

1. オンライン取引における適合性原則の適用に関する議論の背景

冒頭で述べたように、アメリカでは、1995年にオンライン取引が開始され、利便性かつ低コスト性等を理由に劇的に利用が増えたが、2000年前後のITバブルとその崩壊を背景に、洗練されていない個人投資家の損失拡大が社会問題化した。

オンライン・リテール投資家の、いわゆる、経済的自殺 (economic suicide) ないし財政的自殺 (financial suicide) の問題が取り上げられ、投資者をいかに法

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について
的に保護するかとの議論があらゆる面から活発になされるようになった。

規制当局においても、オンライン取引においては、どのような行動が適合性義務を引き起こすのかという問題、詳しく言えば、オンライン取引において、①適合性原則（当時の NASD Conduct Rule 2310）が、適用される場合があり得るのか（問題①）、②仮に適用されるとするならば、どのようなコミュニケーションが NASD Conduct Rule 2310 の目的に適う「推奨」となり（問題②）、③どのような場合に、適合性原則違反となるのか（問題③）、さらには、④適合性義務の始期と終期はいつかについて（問題④）、対処することが急務となった。

この頃の状況として、Jeffrey J. Hass（1998年当時、ニューヨーク・ロースクール〔NYLS〕准教授）は、1998年に公表した論文（*SMALL ISSUE PUBLIC OFFERINGS CONDUCTED OVER THE INTERNET: ARE THEY “SUITABLE” FOR THE RETAIL INVESTOR?*）において、下記のように述べ、オンライン取引の負の面から生ずる適合性の問題を指摘した。

「限られた貯蓄を賭けることしかできない多くのリテール投資家は、間違いなく、財産上、惨憺たる結果をもたらし、現行法の下では、効果的な法的救済措置は、たとえあったとしてもほとんど存在することはない。」⁽⁴⁶⁾……「この新しい時代において、近年では、ほとんど存在することのなかった投資者の適合性に関する懸念が今や大きいものとなっている。」⁽⁴⁷⁾

2. オンライン適合性原則の適用に関する議論状況

適合性原則（当時の NASD Conduct Rule 2310）が、オンライン取引においても適用されるか否かの問題（上記問題①）については、かなり多くの議論と意見の対立があったとされる⁽⁴⁸⁾。

当時、多くのブローカーが、オンライン業者は、特定の銘柄を推奨せず、単に注文を執行するだけの“order clerk”に過ぎないなどの理由から、オンライン取引においては、適合性原則は、ほとんどの場合、適用されないと主張した

のに対し、規制当局および多くの見解は、投資者保護の必要性を背景に、NASD Conduct Rule 2310の推奨概念を柔軟解釈し、適用されることを主張した⁽⁴⁹⁾。

SECの当時の委員長 Laura S. Unger は、オンライン投資家が注視する情報を自己で管理する場合、オンラインブローカーの多くは単に受注者 (order taker) として行動しているものとみなされるが、ブローカーが、投資者が閲覧する情報を、(自発的に提供されたか否かにかかわらず) 投資者のプロファイルに基づいて、高度にパーソナライズする場合、当該事実と状況の下で、そのようなターゲティングは推奨である可能性が十分あるとした⁽⁵⁰⁾。

さらには、オンラインブローカーの将来的な価値は、投資者にパーソナライズされた助言を提供することにある旨の予測が立てられていることを指摘し、当時から、将来のアメリカのオンライン取引の機能の方向性が示唆されていた点、注目に値する⁽⁵¹⁾。

3. SECの円卓会議

SECのUngerが1999年に公表したいわゆる“*Unger’s Report*”(Online Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace)によれば、1999年11月1日にワシントンDCにおいて開催されたオンラインブローカー規制の円卓会議において、参加者の間では、上記問題①に関連して、オンラインブローカーがオフラインブローカーと同様に顧客の適合性を判断する可能性があることについて、争いはなかったとされる⁽⁵²⁾。

上記問題②に関連して、オンライン取引において、適合性原則が適用される場合と、適用されない場合の詳細なケースが検討された。例えば、投資者が自己の基本情報を入力し、資産配分計算機 (asset allocation calculator) が、資産配分 (例えば、株式68%、債券20%、現金12%) を提供する行為は、通常、一般的な推奨と同種であり、そのような状況においては、ブローカーには、「特定顧

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について
客適合性」ではなく、「合理的根拠適合性」が適用されるものとされた⁽⁵³⁾。

これに対し、例えば、顧客が、全ての投資資産を資産配分計算機に入力した後に、ポートフォリオにおいて、普通株式が多すぎるため、当該顧客の優良株を売却し、自治体の産業開発債券を買うことを熟考するように警告を受けたならば、このことは、特定の証券に関するパーソナライズされた推奨に該当し、「特定顧客適合性義務 (customer-specific suitability obligation)」を引き起こすものとされた⁽⁵⁴⁾。

上記問題④に関連して、オンライン環境では、推奨を行う時期や推奨を構成する行為を特定することの困難性が存在すること、データマイニング技術の進歩により、オンライン業者が、情報をカスタマイズして顧客に提供できるようになるにつれ、この問題はさらに重要になることなどが指摘された⁽⁵⁵⁾。より困難な問題として、オフラインでの推奨により、顧客がオンラインで注文する場合、ブローカーが当該推奨をいかに監視するかの内容が挙げられた⁽⁵⁶⁾。

一方で、上記“*Unger's Report*”において、オンライン取引における適合性原則の適用を否定するブローカーの主張が記録されている。例えば、上記問題①に関連して、多くのブローカーが、オンライン投資家は自己の取引口座を直接管理するのに対し、ブローカーは単に注文を執行するだけの“order clerk”に過ぎず、伝統的なブローカーと顧客との関係に固有の利益相反がサイバースペースには存在しないことなどを理由として、特に、「特定顧客適合性」の適用に対して、否定的な見解があったとされる⁽⁵⁷⁾。また、オンライン取引において、適合性原則を適用したり、新しい規制を課したりすることは、オンラインサービスの多くの利点を損なうこと、つまり、ブローカーが、推奨と見なされる情報伝達を差し控え、オンライン投資家への情報の流れを制限する結果となるとの主張があったとされる⁽⁵⁸⁾。

オンライン証券会社大手の Charles Schwab & Co. は、最終的に SEC に提供された意見書において、顧客に対して、一般的に提供される非個人的な情報は

推奨を構成せず、適合性義務を生じさせないこと、また、一般的で非個人的な研究や一般的な販売・マーケティング資料は、NASD Rule 2210 にのみ服する旨を主張したとされる⁽⁵⁹⁾。しかし、Charles Schwab & Co. の見解は、それらの情報がパーソナライズされた推奨になったときの課題に対応していないとの指摘を受けた⁽⁶⁰⁾。

第五節 ③ NASD Notice to Members 01-23 (Apr. 2001)

2001年に、NASDは、NASD Notice to Members 01-23 (Apr. 2001)において、オンライン取引における電子コミュニケーション(electronic communications)が、適合性原則(NASD Conduct Rule 2310)の「推奨」とみなされるか否かを判断する際の以下の一般原則をガイダンスとして提示した。

1. 電子コミュニケーションが推奨に該当しない場合

NASDは、会員が特定の取引に関する受注者としてのみ行動する場合に加えて、一般に、次のアクティビティーとコミュニケーションを「推奨」の定義に含まないものとみなした。

- (1) 会員が、顧客や顧客グループに役立つウェブサイトを作成し、そのウェブサイト上に、顧客が入手または請求できる、リサーチ・レポート(レポートの著者から売買の推奨が含まれていてもよい)、ニュース、価格情報、チャートを含んだリサーチ・ページまたは電子図書館を設置した場合。
- (2) 会員が、顧客が広範に渡る株式や投資信託の運用実績、企業のファンダメンタルズ情報、産業部門の実績について役立つデータを分類することのできる検索エンジンをウェブサイト上に設置した場合。そのデータは、例えば、会員が、マーケット・メイク銘柄や買付推奨銘柄に限定したり、これを選択することのないものである。顧客自身がこのツールを直接利用する。このツールからの検索結果は、顧客によって選択された範囲で

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

あればどのように証券を順位付けてもよく、最近のニュース、価格、関連サイトへのリンクを表示してもよい。

- (3) 会員が、ウェブサイト上に、幅広い分野の証券（例えば、証券取引所やナスダックの全ての証券）や外部から認識された証券グループ（例えば、特定のインデックス）を取捨選択したり、広く客観的な基準（例えば、ある特定分野において年間収益増が25%の全企業）に合致する証券のリストを請求したりすることのできるリサーチ・ツールを設置した場合。つまり、会員が、リサーチ・ツールで、幅広い分野の証券を通じて検索する方法に制限を課すことも、特定の証券を選ぶためにリストを作成するようなコントロールもしない場合である。例えば、会員が、証券の範囲を、マーケット・メイク銘柄や買付推奨銘柄に限定しない場合である。同様に、これらのツールのアルゴリズムも、会員が制作または開発した主観的要因に基づき、証券のリストを作成するためにプログラムされたものではなく、また、アルゴリズムが、例えば、会員がマーケット・メイク銘柄や買付推奨銘柄を選んだリストを作成するものでもない場合。
- (4) 会員が、顧客が顧客のポートフォリオや顧客のウォッチリストにある証券に影響を及ぼすニュースを顧客に知らせる電子メール、その他の電子コミュニケーションを予約購読することができるようにした場合。当該ニュースには、価格変動、事前に予定されたイベントの知らせ（例えば、社債の償還）、または、一般情報を含む。顧客の方が、会員によって送信された情報の範囲を選択することとなる。

2. 電子コミュニケーションが推奨に該当する場合

NASD は、一般に、次のコミュニケーションを「推奨」の定義に含まれるものとみなした。

- (1) 会員が、特定の顧客等に証券の購入を促すために、特定の顧客向けの電

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

子コミュニケーション(例えば、電子メールやポップアップ画面)を、ターゲットを絞った顧客や顧客グループに送信する場合。

- (2) 会員が、特定の分野(例えば、テクノロジーのような)から、株式投資をする必要性のある旨の電子メールを送信し、買付推奨リストから一株または複数を購入するよう促す場合。
- (3) 会員が、顧客が投資目的を提示し、年齢、資産状況、リスク許容度等の個人情報を入力できるようにするポートフォリオ分析ツールを顧客に提供し、顧客が提示した投資目的を達成するために、会員が、売買できる特定の証券のリストを顧客に送信(または表示)する場合。
- (4) 会員が、顧客の認識の有無に関わらず、顧客の金融取引やオンライン取引を分析するために、データマイニング技術(ウェブサイトユーザーの電子情報収集)を利用し、それらの情報収集に基づき、顧客が証券を売買するという特定の投資提案を送信(または促進)する場合。

3. NASD Notice to Members 01-23 の趣旨

上記の例は、ガイダンスを提供するだけのものであり、NASD が推奨とみなす、または推奨とみなさないコミュニケーションの包括的なリストではなく、他の多くのタイプの電子コミュニケーションは容易に特徴付けられないこと、さらには、上記例示は、不変の完成形ではないことが留意点として挙げられた⁽⁶¹⁾。つまり、NASD は、会員が、推奨であるか否かを判断する際には、NASD Notice to Members 01-23 を念頭に置き、関連する全ての事実と状況を考慮する必要があるが、あくまでも、上記例示は、当時の市場で利用されている技術サービスに依拠し、今後の展開を制限するものではないこと、顧客の最善の利益を考慮することが、オフライン、オンラインにかかわらず、引き続き重要であることを強調した⁽⁶²⁾。また、NASD は、会員が特定の顧客に関する情報を収集するのみで、推奨行為がない場合には、適合性原則の適用がないこと

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

を強調した。これにより、適合性原則の適用に当たっては、推奨の有無が重要となることが改めて確認された。

当解釈指針によれば、非対面であっても、情報伝達の内容・脈絡・態様に照らして、そのコミュニケーションが、特定の顧客または顧客グループに対して、特定の証券または証券のグループに関わるという働きかけを与えるものと合理的にみなされるならば、それは、推奨に該当する可能性が高まる。そして、推奨に該当すれば、オンライン業者は、原則的に、オフライン取引の場合と同様に適合性義務を負うこととなる。

第六節 Libin & Wrona の見解

NASD Notice to Members 01-23 (Apr. 2001) の公表後、Libin & Wrona (2001 年当時、Assistant General Counsel of NASD Regulation, Inc.) が、上記問題①については、

(a) オンライン顧客と証券会社 (brokerage firm) との間には依然として利益相反の可能性が存在すること、(b) オンライン顧客と証券会社との間のコミュニケーションは、より多くの証券会社がオンライン顧客に投資助言を提供するために、様々な技術ツールを使用するにつれて増加すること、(c) 適合性原則をこれまで通りに適用することは、新しいオンライン取引のパラダイムには正確には合致しないかもしれないが、それでも適合性原則は、特定の状況において、依然として、顧客を保護するために必要であることなどを理由に、オンライン取引においても適合性原則が適用されることを肯定した⁽⁶³⁾。

これを前提に、上記問題②については、多くの証券会社が顧客とのやり取りに利用する様々な種類の電子コミュニケーション(電子メール、オンライン図書館、メッセージ掲示板とチャットルーム)と電子技術ツール(ハイパーリンク、オンライン対話型ツール、プッシュプル技術)を詳細に分析し、オンライン取引において、これらの電子コミュニケーションや電子技術ツールを利用したコミュニケーションが、適合性原則の目的に合う「推奨」を構成するか、あるいは、証券会

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

社はいかなる責任を負うべきかについて明らかにした⁽⁶⁴⁾。例えば、(a) 証券会社が任意で、顧客の投資目的に基づいて、株式リストから少なくとも一株を購入することによって利益を得ることを示唆する電子メールを顧客に送る場合、

(b) オンライン図書館に顧客を誘引し、顧客の投資目的に合致する証券に関する特定のリサーチ・レポートに誘導するポップアップメッセージを顧客に提示する場合、(c) オンライン対話型ツールの利用において、顧客が投資目標等の個人情報を入力し、その情報に基づいて、ツールが、顧客の投資目標に合わせた有価証券の売買推奨リストを提示する場合（ただし、幅広く客観的な基準〔年間収益増が25%の全企業等〕を満たす証券のリストを顧客が要求する場合には、推奨に該当しない）、(d) データマイニング技術を利用して、顧客情報を収集し、顧客の投資判断を監視・評価・予測し、顧客が閲覧するポップアップ画面に、顧客に合わせた証券に関する「買い」ボタンや「売り」ボタンを提示する場合には、推奨に該当する可能性があるものとした⁽⁶⁵⁾。

また、上記問題③については、例えば、特定の証券についての target e-mail を特定の顧客に送り、取引を誘引し、過当に取引をさせる行為は適合性原則違反の可能性があるとされた⁽⁶⁶⁾。

第五章 FINRA による適合性原則の推奨概念

第一節 ④ FINRA Regulatory Notice 10-06 (Jan. 2010)

NYSE と NASD は統合され、2007 年 7 月に FINRA が設立された。

2010 年に、FINRA は、会社（証券会社）または登録外務員（Registered Representatives）（以下、「証券会社等」と表記する。）により、情報発信されるソーシャルメディアサイト（Social Media Sites）に対して、FINRA 規則が、いかにして適用されるかについての通知：FINRA Regulatory Notice 10-06 を公表した⁽⁶⁷⁾（本

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

規制通知は、証券会社等が、ビジネス目的でソーシャルメディアサイトを利用する場合にのみ適用があるものとし、単に、個人的な目的でこれを利用する場合には適用対象外とする。。

FINRA Regulatory Notice 10-06 は、アメリカ人が、ビジネスや個人的なコミュニケーションのために、ブログ、ソーシャルネットワーキングサイト(SNS: Social Networking Sites), Facebook, Twitter のような、ソーシャルメディアウェブサイト (Social Media Web Sites) を多く利用するようになったことを背景に、誤った、または、誤認を招くような主張や表示から投資者を保護し、会社が、関係者の当該サイトへの参加を効率的にかつ適切に監督できるようにすることを目的とする。

FINRA Regulatory Notice 10-06 は、対話型電子コミュニケーション (interactive electronic communications) における、a. 記録保存責任 (recordkeeping responsibilities), b. 適合性責任 (suitability responsibilities), c. 対話型電子フォーラムのタイプ (types of interactive electronic forums), d. ソーシャルメディアサイトの監督 (supervision of Social Media Sites), e. 第三者による投稿 (third-party posts) を骨子としている。

a. 記録保存責任 (recordkeeping responsibilities) については、ソーシャルメディアサイトを介する業務の場合、対話内容を記録・保存する必要があるものとする。

b. 適合性責任 (suitability responsibilities) については、証券会社等が、ソーシャルメディアサイトを介して証券を推奨する場合において、当時の NASD Conduct Rule 2310 の適合性原則の適用可能性があるものとする。そして、FINRA は、特定のコミュニケーションが、NASD Conduct Rule 2310 の目的のための推奨を構成するか否かは、コミュニケーションの事実および状況によって左右され、NASD Notice to Members 01-23 を参照する必要性を促す。さらには、ソーシャルメディアサイトにおいても、証券会社等が、適合性義務を負う電子コミュニケーションには、商品に関する事実を評価するための確実性のある根拠を顧

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

客に提供するために、頻繁に追加の開示を行わなければならないとする⁽⁶⁸⁾。その一方で、ベストプラクティスとして、会社は、登録管理者（registered principal）が事前にコンテンツを承認していない限り、特定の投資商品を推奨する全ての対話型電子コミュニケーションを禁止することの検討の必要性等を挙げる。

c. 対話型電子フォーラムのタイプ（types of interactive electronic forums）については、ブログで行う情報発信行為につき、広告と対話型電子フォーラムに分類する。そして、ブログのウェブページの更新を広告とみなし（当時のNASD Rule 2210の対象）、たとえ非対話型ブログを頻繁に更新したとしても、対話型電子フォーラムになることはないとする。これに対し、ブログが、リアルタイムの対話型コミュニケーションであれば、対話型電子フォーラムとみなす（当時のNASD Rule 3010の対象）。

d. ソーシャルメディアサイトの監督（supervision of Social Media Sites）については、会社は従業員等のソーシャルメディア上の電子的な対話式コミュニケーションに対して監督義務があるものとする（当時のNASD Rule 3010の適用）。

e. 第三者による投稿（third-party posts）については、証券会社等が開設したソーシャルメディアサイトにおいて、顧客ないし第三者が投稿した場合、原則的に、Rule 2210等の適用はないが、例外的に、会社が、①コンテンツの準備に関与している場合や、②明示的または非明示的にコンテンツを承認している場合には、第三者による投稿につき、責任を負う場合があるものとする。

以上のように、FINRA Regulatory Notice 10-06により、推奨を構成する電子コミュニケーションがソーシャルメディアウェブサイトを介して行われる場合においても、適合性原則の適用があるとされたことから、証券会社等は、推奨するに際し、推奨をする全ての投資者の適合性判断を行うことが求められる。したがって、実際には、推奨は、特定の個人にアクセスを制限することができるサイトにおいてのみこれを行うことができると解されている⁽⁶⁹⁾。

第二節 FINRA Rule 2111 と Recommendation to Customer

1. 適合性原則：FINRA Rule 2111 の内容

FINRA は、投資者保護強化の一環として、NASD Conduct Rule 2310 を FINRA Rule 2111 として、また、NYSE Know Your Customer Rule 405 を FINRA Rule 2090 として、FINRA 規則に統合した（2012年7月9日実施）。

FINRA Rule 2111 の内容は、次の通りである。

「(a) 会員または関係者は、顧客の投資プロフィールを確認するため、会員または関係者の合理的な注意 (reasonable diligence) により得られた情報に基づき、推奨された取引または単一の証券もしくは複数の証券に関する投資戦略が当該顧客に適合すると信ずるに足る合理的根拠を有しなければならない。

顧客の投資プロフィールには、顧客の年齢、その他の投資、財務状況と必要性、課税状況、投資目的、投資経験、投資期間、流動性ニーズ、リスク許容度、当該推奨に関連して、会員または関係者に対して顧客が開示したその他の情報を含むが、これらに制限されない。

(b) 規則 4512 (c) において定義されるような場合、すなわち (1) 会員または関係者が、機関投資家が一般的、かつ特定の取引および単一の証券または複数の証券に関する投資戦略において独自に投資リスクを評価する能力があると信ずるに足る合理的根拠を有する場合、(2) 機関投資家が、会員または関係者の推奨を評価するに際し、独自の判断を行うことを積極的に表明する場合、会員または関係者は、機関口座に対する特定顧客適合性義務を尽くすものとする。

機関投資家が投資顧問や銀行信託部門等の代理人に意思決定権限を委任した場合、これらの要素は当該代理人に適用される。」

2. NASD Conduct Rule 2310 との相違点

第一に、NASD Conduct Rule 2310 では、適合性原則の適用について、証券の購入、売却または交換の推奨を対象としたのに対し、FINRA Rule 2111 では、取引行為の推奨のみならず、投資戦略（investment strategies）の推奨をも対象とした点が挙げられる。これに伴い、証券の売買だけでなく、顧客が証券を処分せず保有し続けることをブローカーが推奨する場合においても、FINRA Rule 2111 の適用対象となった。つまり、ブローカーは、顧客の投資戦略についての適合性調査や判断を求められることとなる。

第二に、適合性が3つの構成要素（「合理的根拠適合性（reasonable-basis suitability）」、「特定顧客適合性（customer-specific suitability）」、「量的適合性（quantitative suitability）」）に分けられた点が挙げられる（改正規則準則 2111.05）。

第三に、ブローカーが適合性の有無を判断するために考慮しなければならない要素が新しく追加された点である。NASD Conduct Rule 2310 では、ブローカーは、顧客に関する以下の情報、(1) 財務状況、(2) 課税状況、(3) 投資目的、および、(4) 顧客に推奨を行うに際し、会員もしくは登録外務員によって利用され、または合理的であると考えられる他の情報を取得する必要があるとされたが、FINRA Rule 2111 では、(1) 年齢、(2) 顧客が所有するその他の投資、(3) 財務状況と必要性、(4) 課税状況、(5) 投資目的 (6) 投資経験、(7) 投資期間、(8) 流動性ニーズ、(9) リスク許容度、(10) 顧客が当該推奨に関連して会員または関係者に開示する他の情報を取得する必要があるとされた。

第四に、適合性原則違反を構成する場合が明記された点である。例えば、ブローカーが、証券や投資戦略を推奨する際に、推奨の対象となる証券または投資戦略に関連する潜在的リスクおよびリターンの理解を欠如している場合には、適合性原則違反となる可能性がある（改正規則準則 2111.04 および 2111.05 (a)）。

第三節 ⑤ FINRA Regulatory Notice 11-02 (Jan. 2011)

2011年に、FINRAは、特定のコミュニケーションが、適合性原則の目的に
適う推奨とみなされるかどうかを判断する際の解釈指針の一つとして、FINRA
Regulatory Notice 11-02 (Jan. 2011)を公表した（オンライン取引に限らない）。

重要点としては、下記の二点が挙げられる。

第一に、どのようなコミュニケーションが推奨行為となるかについての判断
基準が明らかにされた点である（ただし、recommendationの定義は明らかにされて
いない）。つまり、(a) 情報伝達の内容・脈絡・態様は、推奨の有無の判断の重
要な考慮要素となり、特定のコミュニケーションが、合理的に考えて、顧客が
証券または投資戦略に関わるという、あるいは差し控えるという働きかけとし
て捉えられること、(b) 当該判断に当たっては、客観的な分析が必要となるこ
と、(c) 特定の顧客または顧客等に対して、特定の証券や投資戦略に関するコ
ミュニケーションがより個別に調整されればされるほど、当該コミュニケー
ションは推奨とみなされやすいこと、(d) 個別に見た場合には推奨とみなされ
ない場合でも、全体としてみれば、推奨であると判断されることもあること、
(e) コミュニケーションが、人により開始されたのか、またはコンピュータ
のソフトウェアプログラムにより開始されたのかを問わないことが挙げられた
点である。

第二に、NYSE Know Your Customer Rule 405をモデルとして定められた
FINRA Know Your Customer Rule 2090（顧客熟知原則）により、推奨の有無に
かわらず、口座開設時だけでなく、合理的な間隔を置いての顧客情報収集が
継続的に求められた点である。

第四節 継続的な義務 (ongoing duty) との関係

以上のように、FINRA Rule 2111の適合性原則では、投資戦略の推奨に対し

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

でも射程が及ぶこととなり、3つの適合性の構成要素が定められ、ブローカーが入手し分析しなければならない顧客情報の種類が追加された。このことについて、適合性義務の拡張と評価する見解もある⁽⁷⁰⁾。

しかし、注意すべきは、これをもって、継続的な義務 (ongoing duty) または継続的な監視義務 (ongoing duty to monitor) を課すという意味での適合性義務の拡張が必ずしも行われたわけではないという点である⁽⁷¹⁾。つまり、FINRA Rule 2111 は、例えば、合意やその他の行動規範等がない限り、原則として、保有の推奨につき、継続的な義務を否定し、当該推奨行為時に適合性の判断を行うことに焦点を合わせている⁽⁷²⁾。

このことは、冒頭で述べたように、2017年SECのIM Guidance Update 2017-02 (Guidance) (Feb. 2017)⁽⁷³⁾にも関連する。つまり、SECは、インターネットを介してクライアントに直接サービスを提供するRAの投資顧問法の下での義務について、初期の推奨に係る事項と継続的な投資助言に係る事項とを別置する⁽⁷⁴⁾。

第六章 結論と今後の展望

現在のFINRAは、適合性原則の適用に当たっては、原則として、ブローカーの「推奨」を要件とするが、推奨自体の定義は明確にせず、どのようなコミュニケーションが推奨に該当するのかを判断するに際し、推奨概念を柔軟に解釈するための「事実と状況 (facts and circumstances) によるアプローチ」をとり続けている。つまり、推奨の有無の判断において、コミュニケーションを取り巻く、全ての関連する事実と状況を客観的に分析するというアプローチである。そして、特定のコミュニケーションが、合理的に考えて、顧客が証券または投資戦略に関わるという、あるいは差し控えるという働きかけとして捉えられ、それが、特定の顧客または顧客グループに対して、特定の証券または投資戦略

に関するものであればあるほど、推奨に該当する可能性が高くなるとする。また、オンライン取引における推奨例示については、NASD Notice to Members 01-23等の参照を示唆する。

我が国のインターネット取引においても勧誘行為の存在を模索し、勧誘概念を柔軟に解釈して、適合性原則の適用の有無を判断する方向性が基本的に妥当であると思われる。

我が国のインターネット取引において、どのような行為が勧誘（金商法40条1号）に該当する可能性があるかについては、第四章で検討した、“*Unger’s Report*”の見解、SECの円卓会議での各所見、NASD Notice to Membersの解釈指針、Libin & Wronaの見解、第五章で検討した、FINRA Regulatory Noticeの解釈指針等から示唆を受けられる。例えば、①業者が、データマイニングにより、顧客情報を収集し、顧客が証券を売買するという特定の投資提案を当該顧客に電子Mailにより送信したり、あるいは、ポップアップ画面により促進したりして、証券売買の申込みを誘引する場合、②業者またはその従業員が、ソーシャルメディアサイトを通じて、アクセスを許可した顧客を対象として、当該サイトにおいて特定の証券売買の申込みを誘引する場合、③業者が、対話型ツールやRAを利用して、顧客による投資目標等の個人情報の提供に対し、任意で、a. その情報に基づいて、顧客の投資目標に合わせた特定の証券の売買推奨リストを提示する場合、あるいは、b. ポートフォリオにおいて、修正を求め、特定の証券を売買する旨の提案を行った場合、④コールセンターでの買付けの説明、⑤ターゲティング広告等による申込みの誘引等が、勧誘に該当する可能性がある。ただし、これらはあくまでも例示であり、これらに限らず、全体としてみれば、勧誘であると判断されることは他にも存在するであろう。

インターネットでは、ウェブサイト上の業者からの情報伝達が、投資者のレビューのための一般情報である広告なのか、あるいは、説明、助言なのか不明瞭であり、勧誘を構成するコミュニケーションとの峻別は確かに難しい場合が

ある。ある証券会社のウェブサイト上の情報について、当該業者が勧誘を意図していない場合でも、そのウェブサイトを訪れた者に対しては、勧誘行為とみなされる可能性がある。

ここで重要なのは、客観性（特定のコミュニケーションにつき、その内容・脈絡・態様に照らして、一連の事実と状況を全体的にみて客観的に判断すること）、合理性（働きかけに関する合理性）、双方向性（取引意思を形成するコミュニケーション）の存在である。そして、特定性（特定の顧客に対して、特定の証券・取引に関するもの）があるほど、勧誘（金商法40条1号）に該当する可能性が高くなる。なお、顧客に情報が伝達される際に、業者から添えられた説明やメッセージ等、付随する事実や状況についても検討の必要性がある。

インターネット取引であっても、適合性原則の勧誘に該当する行為は存在する場合があります。上記のような柔軟解釈は、金商法や同条号の趣旨を損なうことにはないと思われる。

インターネット取引における、勧誘該当性について峻別の困難が生じやすい行為について、事前予測可能性を高めるためにも、NASD Notice to Members 01-23等の解釈指針のような例示という方法も考えられる。もっとも、テクノロジーが可能にする社会慣行の変化を予測することは容易ではない。インターネットは、投資者が多くの情報源から投資情報を取得し、勧誘概念は、当時の状況に応じて、可変的なものにならざるを得ない。

現在の法的規律への適用が困難な問題が生じ、当該問題に対応するために、新たな法的規律を定めたとしても、その頃には、さらなる技術の進化と時間の経過により、再び、規律が陳腐化し、適用が困難な問題が生ずるかもしれない。勧誘概念も絶えず変化し、既存の規律を新しい事象に適用することの困難性が生ずることもあり得、今後も様々な議論が必要となるであろう。

一方で、私法上の効果として、我が国の裁判例は、適合性原則違反の認容を厳格化する傾向にあり、また、違反すべてが民事効に結び付くわけではない（前

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について
述：最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁⁽⁷⁵⁾。

さらには、我が国のインターネット取引の多くは、勧誘を伴わない自発的な注文取引を行う能動的顧客による取引であり、勧誘行為がない場合における、投資者の保護・救済をいかに考えるべきかの課題が残されている。

アメリカでは、オンライン取引においても、適合性原則の推奨行為に該当する場合があり得るという考え方が定着したが、これだけで投資者保護・救済の課題が解決されたわけではない。推奨行為がない場合における、オンライン投資家の保護・救済をいかに考えるべきかの問題、最近では、RAの法的責任を含め、民事効への接続の問題が生じている。

アメリカにおける適合性原則によらない投資者保護・救済の問題については、別稿で詳細に論ずることとし、一先ずここで、本稿を閉じることとする。

【付記】本稿作成に当たっては、田澤元章教授より、有用なコメントを頂戴した。ここに記して、感謝したい。

注

- (1) 日本証券業協会「インターネット取引において留意すべき事項について（ガイドライン）」（平成17年12月）1頁（2005年）（<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h20/files/guidline.pdf>）。

日本証券業協会は、金融商品取引法に基づく認可金融商品取引業協会であり、公正で透明性の高い金融商品市場の円滑な運営に努め、主として、①自主規制業務、②金融商品取引業および金融商品市場の発展に資する業務、③国際業務と国際交流に関する業務を行う自主規制機関である。詳細は、日本証券業協会 HP（<http://www.jsda.or.jp/katsudou/gaiyou/index.html>）。

- (2) 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9月末）について」（平成28年12月28日）1-2頁（2016年）（<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/netcyousa2016.9.pdf>）。

- (3) 本稿では、「業者」とは、金融商品取引法第40条の適用を受ける「金融商品取引業者等」のことを意味する。

〔金融商品取引法（適合性の原則等）〕

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

第四十条 金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない。

一 金融商品取引行為について、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。

二 前号に掲げるもののほか、業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講じていないと認められる状況、その他業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況にあること。」

- (4) インターネット取引に関する裁判例として、①東京地判平成21年2月5日判時2051号90頁(信用取引の事案)、②東京地判平成21年5月14日判時2050号114頁(信用取引の事案)、③東京地判平成21年12月24日判タ1320号145頁(信用取引の事案)、④和歌山地判平成23年2月9日金法1937号133頁およびその控訴審判決である⑤大阪高判平成23年9月8日金法1937号124頁(信用取引の事案)、⑥東京地判平成24年8月23日TKC25496394(先物取引・オプション取引の事案)、⑦東京地判平成25年1月29日TKC25510407(オプション取引の事案)、⑧東京地判平成25年10月31日TKC25515675(先物取引・オプション取引の事案)、⑨東京地判平成27年12月11日TKC25533176(先物取引の事案)、⑩東京地判平成28年4月14日TKC26012854(信用取引の事案)、⑪東京地判平成28年9月1日TKC25536976(先物取引・オプション取引の事案)ほかがある。
- (5) アメリカの適合性原則を取り上げた業績として、①川地宏行「投資勧誘における適合性原則(一)」三重大学法経論叢第17巻第2号1頁(2000年)、②青木浩子「米国証券リテール規制の金融商品取引法への示唆(上)・(下)」証券経済研究第55号69頁・第56号45頁(2006年)、③王冷然『適合性原則と私法秩序』学術選書40(信山社、2010年)、④村本武志「仕組商品販売と適合性原則—米国FINRA規則改正を契機として—(1)」現代法学第22号119頁(2012年)、⑤王冷然「米国における適合性原則の現状—適合性原則の内容の深化について—」現代消費者法No.28、26頁(2015年)、⑥佐賀卓雄「リテール証券取引における適合性原則とフィデューシャリー・デューティー(FD)」証券レビュー第56巻第8号148頁(2016年)ほかがある。
- (6) 我が国において、インターネット取引の問題を取り上げた最近の業績として、①田澤元章「勧誘によらぬ取引と適合性原則・非対面による説明義務の履行—インターネット株式信用取引口座の開設—」ジュリ1454号95頁(2013年)、②矢尾涉ほか「金融商品に係る投資被害の回復に関する訴訟をめぐる諸問題(東京地方裁判所ブラクティス委員会第三小委員会)」判タ1400号45頁(2014年)、③田名綱尚「イ

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

インターネット取引における適合性の原則と説明義務 柳明昌編著『金融商品取引法の新潮流』（法政大学現代法研究所叢書 41）41 頁（法政大学出版局、2016 年）、④青木浩子「金融取引の I T 化をめぐる法的課題（金融法学会第 33 回大会〈シンポジウム II〉資料）高齢者の電子金融商品取引利用における業者の民事責任」金法 2047 号 52 頁（2016 年）、⑤毛塚重行「2 各論 15 1 インターネットを利用した株式信用取引口座の開設と適合性原則違反の成否、2 非対面取引における説明義務違反の成否（大阪高判平成 23・9・8）」（金融取引の適合性原則・説明義務を巡る判例の分析と展開）金商増刊 1511 号 92 頁（2017 年）ほかがある。

- (7) 松尾直彦『金融商品取引法〔第 4 版〕』（商事法務、2016 年）423-424 頁。
- (8) 松尾・前掲注 (7) 424 頁。
- (9) 注 1 で記したように、日本証券業協会の主たる業務の一つとして、自主規制業務があるが、具体的には、自ら規則の策定を行うことが挙げられる。「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」（昭和 50 年 2 月 19 日）は、「協会が行う有価証券の売買その他の取引等の勧誘、顧客管理等について、その適正化を図ることを目的」として、策定された。

「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則

（高齢顧客に対する勧誘による販売）

第 5 条の 3 協会員は、高齢顧客に有価証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。」

- (10) 田澤・前掲注 (6①) 96 頁。
- (11) 青木・前掲注 (6④) 54 頁。
- (12) 毛利・前掲注 (6⑤) 94 頁。
- (13) 矢尾涉ほか・前掲注 (6②) 49 頁。インターネット取引における、適合性原則違反の主張との関係について、3つの種類（①勧誘行為を認定することができないとして、適合性の原則違反の主張を排斥したもの、②ウェブサイト、電子メール等による勧誘が行われていると認定した上で、適合性の原則の諸要素を判断したもの、③勧誘行為の有無を詳細に指摘することなく、適合性の原則違反の判断をしたもの）に分類している。
- (14) 平成 25 年までの下級審裁判例の詳細は、拙稿「インターネット取引に対する適合性原則・説明義務と私法上の責任—大阪高判平成 23 年 9 月 8 日金法 1937 号 124 頁を契機に一」明治学院大学法学研究 第 96 号 55 頁以下（2014 年）。
- (15) 詳細は、拙稿・前掲注 (14) 46-48 頁。
- (16) FINRA HP (<http://www.finra.org/investors/online-trading-faq>) (last visited June 7, 2017).
- (17) *Id.* at FINRA HP.

- (18) John C. Coffee, Jr., *Brave New World?: The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 Bus. Law. 1195 (1997).
- (19) 佐賀卓雄「第13章 リテール証券業のビジネスモデルについて」証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』（2015年、日本証券経済研究所）435-437頁。
- (20) Tom C.W. Lin, *REASONABLE INVESTOR(S)*, 95 B.U.L. Rev. 461, 487-488 (2015).
- (21) *Id.* at 487-494.
- (22) 詳細は、FINRA HP : THE 2016 SENIOR INVESTOR PROTECTION CONFERENCE (<http://www.finra.org/industry/senior-investors>) ; THE 2017 FINRA ANNUAL CONFERENCE (<http://www.finra.org/industry/2017-finra-annual-conference>) (last visited June 7, 2017).
- (23) SEC Announces 2017 Examination Priorities, New Areas of Focus Include Electronic Investment Advice, Money Market Funds, and Senior Investors, FOR IMMEDIATE RELEASE, 2017-7, Washington D.C., Jan. 12, 2017 (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2017-7.html>) (last visited June 7, 2017).
- (24) SEC HP : ROBO-ADVISERS, IM Guidance Update 2017-02 (Guidance) (<https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>) (last visited June 7, 2017). また、投資顧問法の規制内容については、SEC HP (<https://www.sec.gov/divisions/investment/advooverview.htm>) (last visited July 14, 2017) を参照。
- (25) ブローカーとは、「他人の勘定で証券取引を行うことを業とする者 (any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others)」(証券取引所法3条a項4号A)、ディーラーとは、「ブローカーまたはその他の者を通じて、自己の勘定で証券の売買を行うことを業とする者 (any person engaged in the business of buying and selling securities ... for such person's own account through a broker or otherwise)」(同法3条a項5号A)として定義されている。本稿では、原則として、「ブローカー・ディーラー」を「ブローカー」と表記し、証券会社を意味する。
- (26) ブローカー・ディーラーは、営業を開始するに当たり、原則的に、SECに登録しなければならず、FINRAのような少なくとも1つのSROの会員になる必要があるとされる(証券取引所法15条b項8号)。
- (27) Jeffrey J. Hass, *SMALL ISSUE PUBLIC OFFERINGS CONDUCTED OVER THE INTERNET: ARE THEY "SUITABLE" FOR THE RETAIL INVESTOR?*, 72 S. Cal. L. Rev. 67, 122 (1998).
- (28) Laura S. Unger, U.S. Securities and Exchange Commission, *Special Study : On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace, Executive Summary*, pp. 24-25 (Nov. 1999) (<https://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>) (last visited June 7, 2017).
- (29) *Id.* at 25.

- (30) *Id.* at 25.
- (31) *Id.* at 25.
- (32) Bradley J. Bondi, *SECURITIES ARBITRATIONS INVOLVING MORTGAGE-BACKED SECURITIES AND COLLATERALIZED MORTGAGE OBLIGATIONS: SUITABLE FOR UNSUITABILITY CLAIMS?*, 14 Fordham J. Corp. & Fin. L. 251 , 259 (2009).
- (33) 詳細は, Thomas Lee Hazen, *Treatise on the law of securities regulation*, Vol. 5 § 14 : 152 (7th ed. 2016).
- (34) Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, *SUITABILITY IN SECURITIES TRANSACTIONS*, 54 Bus. Law. 1557 (1999).
- (35) *Id.* at 1557.
- (36) 詳細は, Barbara Black, *ECONOMIC SUICIDE: THE COLLISION OF ETHICS AND RISK IN SECURITIES LAW*, 64 U. Pitt. L. Rev. 483, 520-521 (2003).
- (37) Lowenfels & Bromberg, *supra* note 34, at 1557.
- (38) Nancy C. Libin & James S. Wrona, *THE SECURITIES INDUSTRY AND THE INTERNET: A SUITABLE MATCH?*, 2001 COLUM. BUS. L. REV. 601, 625-627 (2001).
- (39) FINRA Regulatory Notice 11-02 , Know Your Customer and Suitability :SEC Approves Consolidated FINRA Rules Governing Know-Your-Customer and Suitability Obligations (Jan. 2011) (Effective Date: October 7, 2011).
- (40) NASD Notice to Members 96-50, Supervisory and Other Obligations Related to Use of Electronic Media (July 1996).
- (41) NASD Notice to Members 96-60, Clarification of Members' Suitability Responsibilities Under NASD Rules with Special Emphasis on Member Activities in Speculative and Low-Priced Securities (Sep. 1996).
- (42) NASD Notice to Members 01-23, Online Suitability : Suitability Rule and Online Communications (Apr. 2001).
- (43) FINRA Regulatory Notice 10-06, Social Media Web Sites, Guidance on Blogs and Social Networking Web Sites (Jan. 2010).
- (44) Renee Barnett, *ONLINE TRADING AND THE NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS' SUITABILITY RULE: ARE ONLINE INVESTORS ADEQUATELY PROTECTED?*, 49 Am. U.L. Rev. 1089, 1114 (2001).
- (45) NASD, For Your Information: Clarification of Notice to Members 96-60 (Mar. 1997).
- (46) Hass, *supra* note 27, at 73.
- (47) *Id.*, at 111.
- (48) Libin & Wrona, *supra* note 38, at 639.

- (49) *Id.*, at 606.
- (50) Laura S. Unger, *Customer Expectations Online : Are They Your Obligations?*, U.S. Securities and Exchange Commission : At the American Conference Institute's National Conference on Securities Trading on the Internet, New York, New York (January 25, 1999) (<https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch249.htm>) (last visited June 7, 2017).
- (51) *Id.*
- (52) Unger, *supra* note 28 at 28.
- (53) *Id.*, at 33-34.
- (54) *Id.*, at 34.
- (55) *Id.*, at 2, 31-34.
- (56) *Id.*, at 2, 34.
- (57) *Id.*, at 27-30 ; Libin & Wrona, *supra* note 38, at 639.
- (58) *Id.*, at 640.
- (59) Unger, *supra* note 28, at 27, Charles Schwab & Co., Inc., *Suitability Obligations in Online Investing*, January 29, 1999, *updated and revised*, October 27, 1999 (<https://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>) (last visited June 7, 2017) ; Charles Schwab & Co. の意見書については, Barnett 論文 (Barnett, *supra* note 44 at 1090 : Hardy Callcott, Memorandum from Charles Schwab & Co. to Frank G. Zarb, Chairman, NASD and Mary L. Schapiro, President, NASDR, Inc., *Suitability Obligations in Internet Investing*, 4 (Jan. 29, 1999)) において, 詳細に紹介されている。
- (60) Unger, *supra* note 28 at 27.
- (61) NASD Notice to Members 01-23, *supra* note 42, at 3.
- (62) *Id.*, at 4.
- (63) Libin & Wrona, *supra* note 38, at 641.
- (64) *Id.*, at 644-658.
- (65) *Id.*, at 644-656.
- (66) *Id.*, at 658.
- (67) FINRA Regulatory Notice 10-06 の後, FINRA Regulatory Notice 11-39, Social Media Websites and the Use of Personal Devices for Business Communications : Guidance on Social Networking Websites and Business Communications (Aug. 2011), および, FINRA Regulatory Notice 17-18, Social Media and Digital Communications : Guidance on Social Networking Websites and Business Communications (Apr. 2017) が追加されている。
- (68) FINRA Regulatory Notice 10-06 によれば, 対話型電子コミュニケーションにお

アメリカのオンライン取引における適合性原則の推奨概念の解釈について

いて、投資商品に関する推奨につき、誤解を招く陳述等があれば、懲戒処分の対象となる場合がある (NASD Conduct Rule 2310)。例えば、2009年11月23日のケースにおいて、FINRAは、プット・オプションを自己のために保有し、投資者に原株を売却するよう促すためのメッセージを未承認の掲示板に発信した登録管理者に対して、罰金と停止を命じた。本件では、当該掲示板のメッセージは、彼の株式への利益に関する重要な開示を省略したとされている。

- (69) Howard M. Friedman, *Securities Regulation in Cyberspace*, § 16-31, 16-32 (3d ed., 2001) (Description based on 2016 supply includes index).
- (70) Jason R. Doss and Richard S. Frankowski, *THE PRACTITIONER'S GUIDE TO SECURITIES ARBITRATION*(2013), pp. 50-51.
- (71) ただし、一方で、NASDが、NASD Regulatory and Compliance Alert (Nov. 1996)において、NASD Conduct Rule 2310 および NASD Conduct Rule 3110 に基づき、ブローカーの継続的な責任 (ongoing responsibilities) として、顧客の投資目的または財務状況に関して、重大な変更があれば、その変更にも照らして新しい適合性判断が必要であり、メンバーは定期的に顧客口座の見直しを行い、必要に応じて適合性情報を更新することを奨励していた。
- (72) FINRA Regulatory Notice 11-25, Know Your Customer and Suitability : New Implementation Date for and Additional Guidance on the Consolidated FINRA Rules Governing Know-Your-Customer and Suitability Obligations (May 2011), at 6.
- (73) SEC, *supra* note 24, at 8.
- (74) 一方で、判例、学説、仲裁判断、Dodd-Frank Actをはじめ、適合性義務を信託義務 (fiduciary duty) に接続させることなどにより、継続的な義務をブローカーに負わせ、投資者保護・救済を図ることが模索されてきた。この点については、別稿において、詳細に論じることとする。
- (75) インターネット取引ではないが、過当取引が不法行為を構成する判断基準を明示した裁判例については、拙稿「成年後見開始取消審判を受けて間もない時期に行われた投資信託等の金融商品取引により生じた損失に関する、顧客から証券会社に対する不法行為に基づく損害賠償請求につき、当該顧客が十分な判断能力を有していなかったことなどを理由として、適合性原則違反等の主張が認められ、原判決が変更され、請求が一部認容 (過失相殺2割) された事例」明治学院大学法学研究 第99号 157-159頁 (2015年) を参照。