

第2章

先進国の事例：欧州、英国、米国

横井眞美子・川名 剛

はじめに

金融セクターの消費者保護体系を調査する上で、先進国でどのような制度設計がなされているかを知ることは重要な視点である。このため、この章では主要な制度として欧州、英国、そして米国を取り上げる。

第1節 欧州

1. 消費者契約の指令体系

消費者契約はEUが共通市場を形成する比較的早い段階で取り入れられた。ニース統合条約において、消費者保護が取り入れられている。特に153(1)条は消費者保護に関する条項であり、EUが消費者の健康、安全、経済的配慮をし、情報、教育、自主団体の権利を認めている。更に、Art. 153 (2)はEUの政策や活動を行う際に消費者保護を念頭に置くことを求めている。Art. 95 (3)はEU内で高い消費者保護体系を制度化することを求めている。

EU域内で適用されている特定の消費者契約に関する指令は Directive on Unfair Contract Terms である。この指令は、契約交渉中に適用され、契約文が読みやすい、簡単な言葉で書かれていることを求める（5条）。用語の意味があいまいな場合、消費者にとって最も好意的な解釈がされる。更に、指令はEU加盟国が契約の公正性を判断し、不公正的な契約文を無効にできることを求める。

（1）情報提供の義務（不実告知、断定的判断の提供）

EUの法令体系において情報提供に関する一般的な規定はないが、Directive on Unfair Contract Terms は契約文があいまい、不明確と思われる場合適用される可能性がある。物品

の販売については、Consumer Sales Directive が不実告知について適用すると考えられる。指令は、物品が契約内容と同一であるという前提に消費者が依存していることから発生する (2(2)-(d)条)。

(2) 遠隔販売に関する指令

遠隔販売に関する指令は、遠隔販売の消費者を保護するための措置を加盟国が取ることを求めた。しかし、この指令は金融サービスには適用されない。しかし、これは 2002 年に合意された、金融サービスの遠隔マーケティング指令(DMD)の基礎を築いている。

DMD は金融サービスが特に遠隔販売に適する性質であることを認めると共に、多様な異なる商品から自由に選ぶための消費者保護の枠組みがあることの必要性を強調した。DMD は、供給者と消費者が「遠隔契約(distance contract)」を締結した際に適用される。遠隔契約とは以下のように定義される。

“any contract concerning financial services concluded between a supplier and a consumer under an organised distance sales or service-provision scheme run by the supplier, who, for the purpose of that contract, makes exclusive use of one or more means of distance communication up to and including the time at which the contract is concluded” (2(a)条)

ここにおける金融サービスとは、銀行、信用、保険、個人年金、投資、決済サービスの類である (2 (b) 条)。供給者は、商業的、プロとしての立場で遠隔販売のサービスを提供する自然人、法人である (2 (c) 条)。消費者は、商売、ビジネス、プロとしての立場外で遠隔契約を結ぶ何人も含める。組織化された遠隔販売と定義にはあるが、序文から時々、そして商業ベースでないものは対象にならないと考えられる (Preamble (18))。遠隔販売の手法としては、同時に物理的に同一場所にいなくして販売が行なわれることをいう。また、継続的に取引が行なわれているような場合、最初の合意段階にのみ DMD は適用される(1(2)条)。

遠隔販売の契約を締結する十分に事前に、次の情報を提供しなければならない(3(1)条)。

- (1) 供給者の身分、主たる商売、地理的な住所、消費者が供給者以外に接触する可能性のある仲介者。
- (2) 金融サービスの主な特徴、支払う必要のある総額、総額の内訳、リスクに関する通知。
- (3) 遠隔契約、クーリング・オフの権利の存否に関する告知、権利がある場合にその期間と条件、その他に早期に契約を終了するための権利、もしくはペナルティー。
- (4) 補償に関する情報、裁判外手続きや補償に関する情報。

これらの情報は商業目的で上の情報が提供されていることが明確にされている必要があり、情報は明確かつ理解しやすく、遠隔販売に適切な形で提供されなければならない(3(2)条)。紙による書面もしくはその他の恒久的な媒体で、消費者が使いやすいものを使用しなければならない(5(1)条)。更に、これらは最低情報であり、加盟国はもっと厳格な契約前の情報提供義務を課することができる(4(2)条)。

クーリング・オフの期間は 14 日であるが(6(1)条)、生保商品、個人年金の場合はこれが 30 日に延長される。しかし、適用除外の規定はかなり広範であるためにその重要性は薄められている(6 条)。

2. 証券規制を巡る環境

(1) 規制体系

投資銀行も銀行と類似する手法によりプルーデンスル規制を受けている。ただ、銀行の破綻が金融制度に連鎖する可能性が高いのに対し、証券業においてはその恐れが相対的に少ないことから銀行のような厳格な財務上の監督を受けている訳ではない。EU レベルで証券規制の指令が出されているものは上場基準規制指令(Listing Directive [2001])、プロスペクトス（公告・公開）規制指令(Prospectus Directive [2003])、情報開示規制指令(Transparency of Information Directive [2004])、市場操作規制指令(Market Abuse Directive [2003])、投資家補償制度指令(Investor Compensation Schemes Directive [1997])、会計基準(Accounting standards [2002])等がある。

2004 年に投資商品市場指令（通称 MiFID、Market in Financial Instruments Directive）が合意され、証券業に大きな影響を及ぼそうとしている。MiFID は、証券業務に single passport（単一免許）の概念を持ち込み、加盟国の投資銀行に対するルールを共通化・統一化(harmonise)することを求める。実質的には、本国で銀行、投資銀行、取引所としての免許を受けた場合、他の加盟国での営業が可能になる。このため相互に認知し合える投資家保護制度と透明性を確保することが要件である。

国内レベルでは、関連指令を国内適用する義務がある。各国の風土や金融文化・アプローチといったものの違いから、国内適用する段階でかなりの範囲で独自解釈し、ルール適用ができる。各国の金融市場の特質を活かす目的が高いが、結果的に国内ルールの乖離を起こす場合もある。

EU の証券規制は銀行規制と Directive の共有、会社法の一部と見なされる傾向が強かった。

しかし、2000 年以降の Financial Services Action Plan (FSAP)を受け、証券規制は独立、強化された体制を構築した。金融サービスの中でも、資本市場や証券市場の融合は遅れており、統合を推進することの必要性が感じられていたことに対し、FSAP は行動を起こした。銀行市場は既に単一銀行免許制度が確立しているため、証券市場にもこれを導入するべく進められた。

さらに、証券規制の立法を迅速化するために特別の手続きも取られ、この結果、市場操作規制指令、プロスペクタス指令、MiFID、情報開示規制指令の 4 つが合意された。これらは特定の加盟国と特定の分野については、EU 標準の策定のみならず、全く新しい証券市場の規制を導入させた結果となった。

証券規制が行われる主な目的は市場の失敗を修正することである。また、市場参加者の破綻から発生する金融不安の影響からも、証券会社も銀行と類似する手法によりプルーデンスル規制を受けている。ただ、銀行の破綻が金融制度に連鎖する可能性が高いのに対し、証券業においてはその恐れが相対的に少ないことから銀行のような厳格な財務上の監督を受けている訳ではない。

1990 年代中旬までは加盟国間の市場を巡る規制は隔たりがあり、域内市場の育成をするためには最低限のルール統一(essential harmonisation)が不可欠であった。そのため、証券市場にも銀行市場と類似する単一免許制度の構築が図られてきた。2004 年に投資商品市場指令 (MiFID) は、証券業務に single passport (単一免許) の概念を持ち込み、加盟国の投資銀行に対するルールを共通化・統一化(harmonise)することを求める。実質的には、本国で銀行、投資銀行、取引所としての免許を受けた場合、他の加盟国での営業が可能になる。このため相互に認知し合える投資家保護制度と透明性を確保することが要件である。この結果、証券市場に銀行市場と同様の相互承認(mutual recognition)、登録ホーム国管理原則(home country control principle)を取り入れた(EC Treaty [2002] Arts 43-60)。更に、Principle of subsidiarity に従い、ルールの策定は現地に最も近いレベルで行われ、EU レベルのルールは不可欠なものに限られる。証券市場が銀行規制と異なる点は、証券規制には Conduct of business rules と市場の公正な運用に関するルールがあることである。

(2) MiFID の概要

MiFID はこれまで Investment Services Directive (ISD) [1993]が適用していたルールをその後大きく変遷した電子取引所や取引システムにも適用した。このため、取引前に情報開示がこれらの市場参加者に求められるようになった。このような規制市場も金融機関と類似する免許制度の対象になった。

MiFID の目的は、新商品や市場の参入を可能にしながら、投資家保護を確保できるような柔軟な枠組みの構築であった。MiFID がもたらす大きな変化はそれまでであった ISD の集中原則(concentration rule) (14(3)条)を廃止したことである。それまで加盟国の監督当局が個人投資家からの取引注文は規制市場でのみ扱うと限定することが出来た。MiFID は取引が主市場とは異なる代替取引システム(alternative trading systems)や投資会社で処理されることが可能になった。取引所間の競争は世界的にも活発になっているが、EU 内で取引所間の競争が起こることは確実となった。

さらに、投資会社が個人投資家から受けた取引注文を内部化する可能性が高まった。取引前と後の厳しい情報開示を条件とし、上限額が決まっている。その他に MiFID は Conduct of business rules の統一がされ、それは証券取引のみならず、取引処理に対する厳格なルール、顧客分類と顧客に対する報告義務に及ぶ。投資会社の内部統治に関するルールが明確にされ、利害対立、良い企業統治の維持、サービス提供持続に関するルールも求められる。

マルチ取引サービスの提供が EU 内の免許により行えるようになる。マルチ取引サービスは投資会社や取引所が提供できるサービスであり、ビジネス機会が増える。単一免許の対象になる業務や市場の種類も増え、投資顧問、資産運用、商品市場へと拡大した。

(3) Business Conduct Rules

投資会社が顧客に対しサービスを提供する中、どのような情報開示をし、清廉性、公正性を持って接するかに関して規定する(19 条)。投資会社は顧客を対応する際、正直、公正、プロとして接することを求められ、かつ顧客にとって最善の策をいつでも提供しなければならない(19 (1)条)。投資会社が顧客または潜在的な顧客に対し送る情報は公正、明確で、誤解を生じさせず、会社を特定できる必要がある(19(2)条)。

(4) プロとアマの区別

金融商品市場指令(MiFID)では、投資会社は顧客に投資サービス(金融商品に関連する注文の受領・送付を含む)を提供する場合には、行為規制に従う必要がある(19 条)。適格投資家(qualified investor)とは、金融市場での業務が認可もしくは監督される法人、中央政府、地方政府、中央銀行、適格購入者とされることを請求した者、特定の SME s (2 条 1(e))が該当する。

3. 金融に関する特別法による消費者保護

(1) 適合性の原則、書面交付、説明義務

適合性の原則として、投資会社が顧客に対し伝達しなければならない情報として(19(3)条)、投資会社とそのサービス、金融商品と投資戦略またそれに伴うリスクの存在、処理地、費用と関連するフィーがある。投資顧問またはポートフォリオ運用を委託されている場合、顧客が投資に関して持っている知識や経験について知り、それに見合ったサービスや商品を提供できなければならない (19(4)条)。もし投資会社が顧客の知識・経験に基づき、サービスや商品が適当でないと考えた場合、顧客に警告を伝えなければならない (19(5)条)。また、顧客が要される情報を十分に提示しなかった場合、投資会社は顧客に対しサービスや商品が適当か判断できないことを警告せねばならない (19(5)条)。

顧客と交わされた書類や権利義務関係を定めた書類、契約内容に関する書類は、投資会社が保管しなければならない (19(7)条)。顧客は投資会社から受けているサービスに関する報告を受けなければならない。

(2) 最良執行方針の作成義務等

取引所関連の投資家保護向けの条項として、注文の処理(MiFID21 条)、注文の取扱い(22 条)、取引報告(25 条)に関連するものである。投資会社は注文を処理する際に顧客に対し最善の策を施す。注文の処理は迅速、順番に行われ、取引記録は標準化され、異なる取引所間の状況が比較対照できるように十分に詳細でなければならない。

Business Conduct Rules として必ずしも該当しないが、MiFID は最良の注文処理(best execution)をする義務を負う(21 条)。これは、特定された顧客からの取引指図がない場合「顧客のために最もよい結果をもたらす指図の処理をする」ことを義務付けられている。

(3) 不招請勧誘禁止、広告規制

MiFID19 条の Conduct of Business に関連する義務として、広告が公正、明確、そして誤解を生じさせない内容であり、広告であることを明記している必要がある (19 (2) 条)。広告に関する規制はこれ以上統合されておらず、公共の利益に鑑みることが判例からは求められる (Case C-55/94 この中の general good test とは、規制がされるのは公共の利益にかんがみることが必要であり、効率性と選択の増加が保護的な規制と一緒に考慮されなければならない)。このため、不招請勧誘や訪問販売についての EU における標準的なルールはない (MiFID Preamble 38, 訪問販売については MiFID からの除外が明記さ、不招請勧誘につい

ては判例において MiFID の前身の ISD において定められていないという意見が出されている *Alpine Investment case*)。

(4) クーリング・オフとその告知義務
特になし。

(5) 分別管理に関する諸規制

MiFID の前身の Investment Securities Directive の 10 条は client-money rules として顧客の金銭の分別管理に関するルールを定めていたが、MiFID への改正によりこのルールの体系が変えられた。MiFID の 13 条 7 と 8 において、顧客の資産を分別管理することを義務付けている。

4. 執行と金融紛争制度

MiFID は、該当する監督当局がその義務を遂行できるように十分な監督権限を付与することを求めている(50(1)条)。もし法令違反が発見された場合は、適当な制裁を加えることも求められる(51 と 52(e)-(m)条)。この中には刑事罰(50(2)(1)条)、行政処分(51 条)も含まれる。

裁判への提訴や監督当局が処分する前に、加盟国が国内法により定めた規定により紛争を解決するための権限を持つことを定めることができる(52(2)条)。公的機関、消費者団体、投資家保護に正当な利害を持つ業界団体にこのような権限を与えることができる。

消費者教育については指令レベルでは特に定めがない。消費者団体の関与は紛争解決において委任を受ける可能性と保護基金として関与する機会がある。

5. 投資家保護基金制度

MiFID は投資会社が保護基金に加盟していることを求め(11 条)、投資家の取引において、どの保護基金が対象になるかを告知する義務があることのみ規定している(32(4)条)。保護基金は 1997 年の Directive on Investor Compensation Schemes (ICSD)に基づき定められている。ICSD は、独立した体系として成り立っておらず、市場統合の一環としての指令と位置付けられている。

各加盟国は一以上の保護基金が国内で設立され、正式に認定されることを求められている(2(1)条)。加盟国で免許を受ける投資会社は保護基金に加盟しない限り投資業務を行うこ

とができない (MiFID32(4)条)。EU 外に本拠地がある投資会社が支店を加盟国に設置した場合、支店が ICSD と同様の効果のある保護基金に加入することを求めている(11 条)。

保護基金が対象とする企業は MiFID にある投資会社で、MiFID により免許を受けている投資会社か、MiFID 下の主要な投資業務を許可されている銀行である(2(2)(h)条)。集団投資スキームは MiFID の対象でないため、ICSD の対象ではない。

保護基金が保護する投資家は個人の小口投資家である (ICSD preamble 4, 5 and 11)。「投資家」は「投資会社に金銭又は商品を投資業務の一環として預託した者」である(1(5)条)。保護基金からの保護を適用しない又は必要としない投資家については Annex に適用除外が列挙されている。プロや機関投資家はその一例であり、政府や地方政府も適用除外の対象になりうる。

保護基金からも補償が発動されるのは、該当する監督当局が、財政上の理由から投資会社が当面の間投資家の払戻し要求に応じることができず、当面その状態が続くこと予測されると判断したときである(2(2)条)。司法当局の判断が財務上の困窮に直接関係し、投資家の払戻し請求に応じられない場合も補償は払出される。正式な破産手続きと補償の払い出しを分断することにより、払出しが迅速化される。

保護の対象となる債券は 2 種類である。投資業務に関連して投資家のために預託されているまたは払い戻す約定がされている金銭の払戻しができなかった場合に補償が払出される。投資会社が投資業務のために保管、管理している預託商品の返還ができない場合も補償が払出される。投資業務と関連する業務の場合にのみ発生した払戻しに対し補償される。

過失、法令違反、Fiduciary duty の怠り、その他の民事事件から発生した事故は保護の対象外とならない。商品の価値が投資会社の過失の結果低減したことに対しても保護の対象でない。不法な販売や違法な公告から生じた債権も保護基金の対象でない。この場合、投資家は単純に破産財団に対し債券を持つことになる。

小口の個人投資家へのサービス提供を目指していることから、基金が補償する額は最低 20,000 ユーロまでされなければならない(4(1)条)、それ以上の額を補償することも可能である(4(3)条)。投資家に対しても市場規律を促すために、補償額は投資家の債権の一定の率となっている (recital 13)。20,000 ユーロ以下の債券に対してはその 90%が補償される。

第2節 英国

1. 一般的消費者契約法の概要

英国の消費者契約は主に 3 つの法令に則る。1977 年不公正契約条項法 (Unfair Contract Terms Act, UFCTA)、1976 年消費取引制約令 (Consumer Transactions Restrictions on Statements Order)、1999 年不公正消費者契約規制 (Unfair Terms in Consumer Contracts Regulations, UFCCR)である。UFCCR は消費者のみへ適用される。UFCTA は金融取引の消費者にも適用され、これに関しては主に UFCCR により規制される。保険契約には UFCTA は適用されない。

UFCTA において、過失による損害賠償は免除されないが、一定の範囲(reasonableness)においては免除される。しかし、損害賠償の免責を記載したことは免除の対象とはならない。また、契約において暗示される(implied)内容は意思の表示として認められない (12 条)。

UFCTA において、一定の範囲を判断する(test of reasonableness)は重要な基準となっている。また、この基準により UFCTA に善意の意思(good faith)を契約に持ち込む。

(1) 情報提供の義務 (不実告知、断定的判断の提供)

私法上、契約当事者は情報を提供する義務はない(“Buyer Beware”)。しかし、特定の行為については情報提供に関する義務はある。法令上の義務は Sale of Goods Act 1979 (SOGA)において、正当な商品表示に関するものがある(s13)。情報を提供すること自身でなく、提供した情報が正確であることに関する要件である。

コモン・ロー上は、*uberrimae fidei*, a fiduciary relationship, and misrepresentation がある。*Uberrimae fidei* に従えば、契約は“できる限りの善意 (utmost good faith)”に従い履行しなければならない。もし一方の当事者のみが特定の情報を持っている場合、契約に関する判断をする他方の当事者にその情報を提供する義務がある。契約上に特別の fiduciary relationship (e.g. principal and agent) もしくは confidential relationship (e.g. doctor and patient)がある場合、契約の中止を許す説がある。

最後に、不実告知により契約締結をした者は契約の中止を許し、もし不実告知が証明できないが、不実告知があると考えられるような一定の事由があれば、損害賠償を請求することができる。

（２）適合性原則 (Know-Your-Customer Rules)

適合性原則はコモン・ローや私法においてその起源はみつからず、むしろ「買主が注意せよ buyer beware」から派生したものと考えられている。しかし、SOGA (s14(3))の特定の取引には特定の情報を提供しなければならない義務と類似する。また、Regulation 7(2) of the Consumer Protection (Distance Selling) Regulations 2000 (No 2334) は、「販売者は情報が明確、分かりやすい形で伝達され、特に善意的な提供を心がけること」としている。

（３）不招請勧誘

私法においてはルールがないが、コモン・ローにおいて強迫による契約に対してはルールがある。Consumer Protection (Cancellation of Contracts Concluded away from Business Premises) Regulations 1987 (No. 2117)は、通常の商売地から離れての契約の７日のクーリング・オフを改正した。

（４）不実告知

契約法一般は不実により締結された契約をキャンセルする権限を付与する。そして、当事者が伝達された事項を事実と解釈するに足りることを証明できない場合は、損害賠償請求は他の当事者に引き渡される。

２．証券規制を巡る環境

（１）概説

2001年に合意された金融サービス市場法(Financial Services and Market Act, FSMA)は英国の金融界に幾つかの大きな変革をもたらした。統一金融監督機構を設立し、自主規制を終わらせた。次に、BOEの監督機能を排除した。最後に金融犯罪に対する権限を充実させた。FSMAは金融サービス業界のための単一監督機構FSAの運営の枠組みを提示するとともに、FSAの権限、業界からの行政争訟、オンブズマン制度、保証機構に関して規定する。

目的規定からも明確なように、一般の消費者に対する保護と配慮を全面的に含んだ内容となっている。そのため、FSAの消費者教育に対する努力は目覚ましいものがあり、非常に有用なインターネットサイトもある。これは労働党政権による法令である背景を受けているし、ビジネスを擁護しすぎると批判を受けがちなブレア政権の労働党としての政策であろう。

また、FSAはs.8により、取り入れる政策や規制方法に関し実務家と消費者と公開討議す

ることを求めている。これは結果的には FSA の事務負担を増やしていることは否まないが、公共の利益になるような運営を図るという配慮からされている。

FSA は金融市場で規制行為を行おうとする者に対しては許可を得る必要性がある(s 19(1))。許可取得については FSMA Part III と IV に規定されている(ss.40-43)。EU 加盟国で許可を受けている企業はパスポートにより英国内でも営業が可能になる(sch.3,para.7)。許可を受けるための要件は FSMA s.43 and sch. 42.5 に記されている。この要件は sch.6 に規定されているが、金融機関としての適合性を考える。その中で 5 つの要件が中心となる(sch 6, paras 1-5): 法人格、事務所所在地、関連する人、十分な金融資産、経営陣の適合性と消費者の保護。

次に、FSA 業務の第二の法源といえる Handbook on Rules and Guidances について論じる。Handbook は FSA に付与された規定作りの権限を体現したものである (FSMA Part X)。Handbook の内容は公開討議を経て合意されており、常にいくつかのコンサルテーションペーパーがそのため提案されている。実際の FSA の監督手法の具体的な内容や手続きを知る必要がある場合、Handbook を見る必要がある。

消費者の保護も FSA の目的のひとつである (s5(1))。英国の金融は伝統的に“freedom with disclosure”の原則に沿って行われており、全面的そして正確な情報開示が行われていれば金融商品の契約は自由。近年は“best advice”や“suitability”により、金融機関は消費者に適切でないと思われる取引をするべきでない、という概念によりこの原則は補強されている。年金商品の違法売却が 1980 年代に行われており、更に強い商品監督の必要性が説かれていた。

FSMA は情報開示と消費者責任のバランスを探るべき制定されており、s5(2)は“freedom with disclosure”原則に回帰しており、消費者自身が自分の判断の責任を取るという立場が取られている。消費者団体から多くの反対意見が出された。

最後に FSMA の形態は詳細な規則は規制と通知により通達するスタイルを取っている。そして、監督を機関形態ではなく機能形態によって行っている。その結果、3000 ページにも及ぶルールブックを編纂しており、米国に追随するかのような詳細なルール作りを進めている。この結果、規則が細分化され、被監督機関への被監督負担が増大する結果を招いている。大型金融機関はこの負担を耐えうるが、中小の機関に対する負担は大きい。更にルールブックの各セクションを決定するのに公開審議方式を取っており、規制を決定するのに長期間かかることは否めない。これに対し、規則の簡略化を要望する論調も高い。一般的に、FSA の介入する方式の監督方法に批判は多い。

(2) Conduct of business rules

FSA の Conduct of Business (COB)に関するルールは Handbook の中でかなり詳細にわたり定められている。COB は EU 内で認可されている企業、認可されている集団投資スキーム以外の企業すべてに適用される。規制対象となる全ての業務に適用されるが、特に特定業務(預金、特定投資サービス、保険商品)に特に該当する。プロ間の取引には限定された範囲でしか適用されない。

(3) プロとアマの区別

FSA の Principles for Business において、client と customer を区別している。Client は企業がサービスを提供する全ての人である。それに対し、customer は、Market counterparty 以外の企業の顧客を言う。

顧客は一般的に次の3分類できる。

- Private customer: 一般大衆、俗人
- Intermediate customer: 上よりも洗練された顧客
- Market counterparty: 投資に関連する事項について通じている顧客(eg., 他の投資サービス業)

顧客がどの区分に入るかにより、遵守する事項も異なり、苦情への対応も異なってくる。投資家保護に対する対応も異なることになる。

3. 金融に関する特別法による消費者保護

(1) 適合性の原則

FSMA s5(2)(c)は、FSA の規制目的に消費者の保護がある。そのためには、消費者の正確な情報に対する必要を考えなければならない。しかし、s5(2)(d)に対抗するような買主が注意の原則がある。Paragraph 2.1.1 item 9 of the Principles for Businesses (PRIN)においては適合性の原則が明記されている「企業は適合性を満たすために十分な注意をし、顧客の判断が適当であるために努力する」。Conduct of Business (COB), para 5.3 にも適合性について書かれている。COB para 5.2 は企業が適合性が満たされるように注意する義務を課している COB para 5.4 は、顧客がリスクを理解するための措置を規定する。

投資サービスを提供する前に、顧客を分類する必要がある。小売の場合は、顧客が private customer になると想定される Private customer は、一般大衆、俗人ということになる。顧客に品を薦める前に、基本的な事実関係の確認(factfind)が求められる (COB, 5.2.8)。

（２）不招請勧誘禁止、広告規制

一般的な規定として、FSMA の 21 条は、認可されていない人(unauthorised persons)は勧誘することを禁止し、その違反は刑事罰が課される。これ以外の人からの勧誘は認可されている人の承認を得ていなければならない。更に、認可されている人が認める勧誘は非リアル・タイム勧誘でなければならない (s 145(1))。

認可されている人に対する勧誘に関する詳細な規定は Conduct of Business Sourcebook にあり、主に情報の正確性を期すために課せられている。Conduct of Business Sourcebook によれば、認可された人は顧客の情報の必要性に鑑み、情報を公正、明確そして性格に伝えることを求められる (COB, 2.1.2(R))。

また、これに伴い非リアルタイムの勧誘は提供される投資サービスの特性とリスクを伝えなければならない (COB, 3.8.8(R))。過去の実績がある場合は、それが将来の実績の指針に必ずしもならないことを明記しなければならない (COB, 3.8.11-3.8.15)。

（３）Financial adviser, professional に対する規制

英国において、金融助言サービスを提供するためには FSA に認可されている必要がある (FSMA s19)。通常、認可を受けた助言サービスの一員、責任を負う認可団体から委任を受けて、もしくは独立してサービスを提供する場合がある。

英国における職業に Independent Financial Adviser (IFA) という制度があり、顧客に偏見のない情報をその顧客の適合性を配慮し提供している。英国において independent と呼ばれるのは特に理由があり、特定の金融機関、保険会社とつながりを持たないことを意味する。1988 年に polarisation レジームが導入され、アドバイザーに特定の会社とつながりを維持するか、独立かで登録をする。現在、アドバイザーの分類は、1 金融機関に従事するタイドアドバイザー、1 以上の金融機関から報酬を受けるマルチタイドアドバイザー、全金融機関とも仕事するが、コミッションベースで報酬を受けるアドバイザー、独立系アドバイザーの 4 つがある。

助言する者が適度な知識、経験を持つ必要があり、FSA の委任により Financial Services Skills Council がその資格を決定する。更に、IFAs は時事的な情報について周知されている必要があるため、Continuous Professional Development という形で継続的に行なわれている。FSA の規制に従い、アドバイザーは一定の情報開示を求められる。顧客が支払う手数料やフィーの体系を理解するために、独立系アドバイザーとして活動する場合は、一定額に従い助言する選択肢を提供しなければならない。

(4) クーリング・オフとその告知義務

英国において、クーリング・オフは **cancellation period** と一般的に呼ばれており、小売の顧客と商売をするうえで FSA の COB において契約を中止する期間が明記されている (COB 15)。**Cancellation right** は、購入前の取り消し(**withdrawal**)もしくは投資と保険商品については、14 日間契約を変更・中止できる期間がある。この期間内なら全額返金を請求することが可能である。生命保険や個人年金については 30 日間の“**cooling off**” 期間がある。しかし、適用除外も多く、投資性の高い商品は除外となる。

一定の投資商品についても **Cooling off** 期間がある。株式のように日々の価格の変動性があるものについては“**cooling off**”の対象とならない。また、広告に応じる形での契約や執行のみの顧客の場合も適用場外となる。

(5) 分別管理に関する諸規制—**Client money**

分別管理に関するルールは **Handbook** にあり、**Client money** という項目で、適用される場面においては、顧客の金銭を企業自身の金銭とは分別して管理することが求められている (**CASS 4**)。特に企業の破綻においては重要であり、その場合補償スキームから更に保護が受けられる。

(6) 最良執行方針の作成義務等

MiFID に従い最良執行を求められるが、FSA は現在最良執行についてパプコメ中であるが、EU の **CESR** の質問に回答する形で適合性の原則に従い最良執行が行なわれるべきとしている。

(7) 書面交付

Private customer と連絡を取る場合は、企業はまずサービスの特性と範囲を提示しなければならない。これは当初の開示目的であり、**COB 4, Annex 4R** にある。このとき、企業の手数料やコミッションについても提示する (**COB 4.3.3(b)(i).**)。

適合性原則のために行なわれる事実関係の確認を経て、企業の取引上の条件を提示しなければならない (**COB, 4.2.5**)。取引が行なわれる前に提示しなければならず、**COB 4, Annex 2** に列挙される情報を提供しなければならない。これには顧客の投資目的に合わせることで、投資制限、リスクに関する説明。

4. 執行と金融紛争解決制度

(1) 金融犯罪—情報の不告知、断定的情報、不実告知、刑事罰、Due diligence、説明義務

FSMA の主目的として「金融犯罪の削減」が掲げられており、金融犯罪として詐欺行為、不正、情報の不実告知といったものも含まれる (s 6(3))。金融犯罪は FSA が民事事件と並行して刑事事件として訴追することができる行為である。Serious Fraud Office と共に、情報や書類の強制的な提供、提出を求めることができる。FSA は調査権限があるため (s168(1))、治安判事裁判所(Magistrates)に調査に捜査令状を申請することができる。

金融犯罪として FSMA 上に明記されているのは、s401 と 402 にあり、これらは刑事罰の対象になる。主な違反として：

- 誤解を招くような情報や行為(不実告知、断定的判断、情報の不告知(s 397(1)、(2)、(9)、(11))
- FSA が誤解するような情報や行為(s 398)

消費者に関連する主な違法事項は刑事罰の対象になる。

(2) 行政処分

FSA の行政処分は公的制裁、課徴金、もしくは裁判所での手続きにより差し止め命令を請求できる。更に、認可されている企業に対しFSAは破産手続きを開始することもできる。FSA のルール違反は違法ではなく、刑事罰の対象とはならない。もし違反があった場合は、それを回避するために十分な注意と due diligence を行ったことを証明することを求められる。また、損害賠償の対象になる。

勧誘に関連する違反は最高2年間の実刑もしくは最高額がない課徴金が課される(s 23)。その他は投資家や FSA に関連する事項である。

(3) 紛争解決

FSMA は 1980 年代より各業態を中心に個別的に運営されてきたオンブズマンや仲裁など 8 つの金融 ADR 制度を一つの単一オンブズマン制度へと統合することを内容とする、金融 ADR の制度整備が行われた。FSMA に基づき統合金融オンブズマン制度の運営主体として設立された金融オンブズマンサービス (Financial Ombudsman Service、FOS) は、初期段階からその人的構成 (300 人以上のスタッフ、15-20 人のオンブズマン) や予算 (年間 1500 万ポンド) といった点で、世界的にも最大規模のオンブズマン制度の運営主体である。

統合金融オンブズマン制度が設立された背景には、①単一運営主体 (法人) の設立 (運

営上の独立性)、②金融監督当局の規制との連携(被規制金融会社の ADR 参加義務の付与)、③FOS への証拠調査権の付与、④最終決定への法的効力(片面的効力、執行力)の付与、⑤消費者負担の無料化(運用費用の業界負担)、といった運営上の特徴を有するものであり、以上のような特徴から制度の実効性は確保されているといえる。

申立が適格であると判断される場合、FOS は、当事者間の交渉による和解を模索することになる(DISP 3.2.9R)。この場合は、申立者にとってもっとも適切とみられる手段による紛争の解決が図られるが、普通、調停(mediation)や調査(investigation)などが活用される(DISP 3.2.10G)。調停や調査などによっても紛争が解決できない場合には、オンブズマンによる最終的な決定(裁定、determination)が下される。

「調停」は、当該紛争の評価(assessment)に基づき迅速かつ効率的な解決を目指す非公式的な(informal)手段として認識されているが、調停による初期段階の解決ができない場合は、より公式的な(formal)調査の段階へと移行する。「調査」段階においては、当事者に陳述の機会が与えられ、FOS(adjudicator)による評価(provisional assessment)に基づく勧告(recommendation)が下されるのが普通である。また、勧告では、かかる紛争処理の申立が受容られるものかどうかの判断が理由付きで提示される。それに両当事者が同意しない場合には、オンブズマンによる最終決定(裁定)段階に入る。オンブズマンによる「裁定」に当たっては、その前に当事者に陳述の機会が与えられ、必要と判断される場合(または一方当事者の書面請求により)、両当事者が参加する聴聞会議(hearing)が開かれる場合もある(DISP 3.2.12R、DISP 3.2.13R)。

(4) 裁定の効力

以上のような紛争解決の流れにおいて、調停や調査(勧告)などは、いずれも当事者間の和解(契約)に基づく紛争解決の手段たるものであるのに対し、オンブズマンの最終的な決定には法律上強力な効力が認められる点で、性質上区別される。FSMA もオンブズマンの決定につき比較的詳細な規定を置いている(FSMA§228~230。強制管轄にのみ適用)。

まず、オンブズマンによる裁定は、紛争全体の実態を踏まえ、公平で合理的な(fair and reasonable)ものであることが求められる(FSMA§228-(2), DISP 3.8.1R(1))。オンブズマンによる公平性と合理性の判断においては、関連法令、規則や規定、ガイドラインや標準、関連業界の行動規範、よき商慣行(good industry practice)などが考慮される(DISP 3.8.1R(2))。このため、判決を下す場合と同等もしくは更に踏み込んだ判断材料により公平性などを考慮できるとされる。

裁定の内容が申立人の請求を受容れる(in favour of the complainant)形であるなら、それ

には相手金融会社に対する、①金銭支払の命令 (a money award)、または (および) ②特定措置の指示 (direction) が含まれる (FSMA§229-(2))。金銭支払の命令は、金銭的な損失 (financial loss) などに対する補償 (賠償) (compensation) のためのものであり、現在原則上 10 万ポンドを限度とする (DISP 3.9.5R)。金銭支払の命令は、金銭的な損失 (financial loss) に加え (またはその代わりに)、苦痛 (pain and suffering)、評判の毀損 (damage to reputation)、または不便 (distress or inconvenience) による損失または損害 (loss or damage) に対する補償 (賠償) のためのものであってもよく、裁判所の決定による補償 (賠償) の対象になるものか否かを問わない (FAMA 229-(3)、DISP 3.9.2R)。なお、かかる金銭支払の命令には、利子の支払も含まれうる (その利子は 10 万ポンドの限度には含まれない) (DISP 3.9.7G, DISP3.9.8G)。オンブズマンが下した金銭 (利子を含む) 支払の命令は、オンブズマンにより登録 (register) されると (DISP 3.9.15R)、裁判所による強制執行手続が保障される (FSMA§229-(8)(b))。一方、特定措置の指示 (裁判所が下しえないものであってもよい) もオンブズマンにより登録されると (DISP 3.9.15R)、〔裁判所の〕差止命令 (injunction) (スコットランドの場合、1988 年民事上級裁判所法 (Court of Session Act 1988) に基づく命令 (order)) により、その強制執行ができる旨が定められ (FSMA§229-(9))、申立人に差止命令等のための手続 (proceedings for an injunction or an order) 保障が図られている (FSMA§229-(10))。

5. 投資家保護基金

FSA は FSMA に従い (s 212)、法人を設立し、認可された者が債務超過の結果支払いできない場合に補償を払う機関を設置することを求められている。これが金融サービス補償スキーム (Financial Services Compensation Scheme Limited, FSCS) で、FSA はそのルールを規定することを求められている。スキームは規制違反については補償を提供しない。この場合、認可された者が消費者から直接民事賠償を求められる (s 150)。FSCS のボードは 10 人のディレクターから構成され、独立性が担保されるような任命がされる。補償額については、£31,700 まで預金については保証される。

表 1 FSCS の補償限度

	限度額
預金	£31,700 (£2,000 は 100% 、それ以降の£33,000 まで 90%)
投資商品	£48,000 (£30,000 は 100%、それ以降の£20,000 は 90%)
長期保険	契約の価額の最低 90% (債務超過前に将来の支払いされていたもの)
一般保険	強制保険の場合：補償額の 100%
	非強制保険の場合：最初の£2,000 の 100%と残りの補償額の 90%

Source: FSA, 'Financial Services Compensation Scheme Draft Rules' (*Consultation Paper No. 58*, July 2000), at p. 4 and FSA, *Handbook of Rules and Guidance*,

6. Consumer Panel

FSMA において、F S A は消費者に対しアカウントビリティーを遂行することが求められ (s 8 & 10)、Consumer Panel がその対象となっている。Consumer Panel の役割は、FSA に対し消費者の利害や配慮について助言し、消費者保護の目的を達成の実効性についての報告をする。独自に調査や報告をすることが可能である。

FSMA の s 11 に従い、Consumer Panel が申し入れをし、それに対し FSA が反対する場合は書面によりその理由を述べなければならない。Panel のメンバーは FSA が決め、その議長は財務省の承認が必要(s 9(3))。

第3節 米国

1. 米国における消費者契約法の体系

(1) 概要

米国における消費者契約法は、連邦法によるものと州法によるものとに分けられる。

州法では、個別分野別によるもののほか、包括的な消費者保護法を制定している州もある。たとえば、ワシントン州の Washington Consumer Protection Act, 1961¹、カリフォルニア州の Consumer Affairs Act, 1970²、オハイオ州の Consumer Sales Practices Act, 1972³などがある。一方、連邦法としては、包括的な消費者保護法はなく、分野別に法律が制定されている。これは、消費者問題は原則として州の管轄に属し、連邦政府としては全国的な問題として対処する必要のある問題に対して順次立法を行ってきたという経緯がある。Uniform

¹ Chapter 19.86, Revised Code of Washington

² Section 300, Business and Professionals Code, California Code

³ Section 1345 of the Ohio Revised Code

Deceptive Trade Practices Act, 1964, Telephone Consumer Protection Act, 1991, Telemarketing and Consumer Fraud and Abuse Prevention Act, 1994, Anticybersquatting Consumer Protection Act, 1999, Do-Not-Call Implementation Act, 2003 などが制定されている。

連邦レベルでは、連邦取引委員会（FTC）の消費者保護局（BCP）が消費者保護関連法の問題を管轄している。FTC は、不公正な競争行為を防止するために 1914 年に連邦取引委員会法に基づいて設立された。1938 年の Wheeler-Lea Act によって不公正で欺瞞的な行為および慣行を防止することが FTC の任務とされ、以来消費者保護に関する政策について管轄している。

（２）金融取引に関する消費者保護法

金融取引については、勧誘方法や情報保護など適用可能な事項については上記の消費者保護法も適用されうるが、むしろ金融取引に特別な法令が制定され、FTC が規制している。代表的な連邦法として、非預金金融機関と消費者との取引の適正化を図る Truth in Lending Act, 1968、消費者のリースやクレジットの利用の適正化を図るための Consumer Credit Protection Act, 1968、消費者の信用情報の保護を図るための Fair Credit Reporting Act, 1970、4 ヶ月を超える個人のリース契約を適正化するための Consumer Leasing Act, 1976、人種や性別による信用供与の差別を削減するための Credit Opportunity Act, 1976、公正な債権回収方法を確保する Fair Debt Collection Practices Act, 1977、連邦レベルで預金保険に加入していない金融機関の情報開示と州際業務の制限を定めた Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, 1991、毀損された消費者の信用を回復するサービスを規制する Credit Repair Organizations Act, 1996、金融機関による消費者の金融情報の保護を促進する Gramm-Leach-Bliley Act, 1999、消費者の信用情報の適正な記録を確保し消費者自身が自己の記録の提示を請求できる Fair and Accurate Credit Transactions Act, 2003 などがある。

このように、金融機関との取引における消費者保護が図られると同時に、米国の消費者取引ではその支払においてリースやクレジットなどが多用されるため、製品の欠陥や適正表示以上に金融取引に関する消費者保護の重要性は高い。また、Gramm-Leach-Bliley Act による銀証分離の撤廃、保険商品のネット販売や銀行窓販、変額保険など証券化商品の開発、住宅ローンの多様化など複雑な問題も増加しており、関係当局間の連携が図られている。

2. 証券規制を巡る環境

(1) 規制体系

米国における証券規制が連邦法として確立したのは、1933 年の証券法 (Securities Act) と 1934 年の証券取引所法 (Securities Exchange Act) の制定による。それまでは、各州法によって規律され、ブルー・スカイ法と呼ばれた⁴。しかし、第 1 次世界大戦後の証券市場の急速な拡大により州際取引が増加し、相場操縦や詐欺的勧誘が行われても州法では規制できなくなっていた。そして 1929 年の大恐慌によって多くの投資家が多大な損失を被ったため、連邦法による規制を強化することになったのである (黒沼 [2004: 3])。

連邦法として制定された証券諸法には以下のものがある。

- 1933 年証券法：証券の公募に関して規制。情報開示に重点。
- 1934 年証券取引所法：流通市場における証券取引を規制。SEC を設置。
- 1940 年投資会社法：証券投資・取引を行っている会社を規制。
- 1940 年投資顧問法：投資顧問業者の登録制と詐欺的行為の禁止。
- 1970 年証券投資者保護法：証券投資者保護公社 (SIPC) を通じ、証券会社の破綻により損害を被った投資家の財産を保護。
- 1984/88 年インサイダー取引制裁法・インサイダー取引・証券詐欺執行法。
- 1990 年証券法執行救済法：証券取引に関する SEC の法執行権限の強化。
- 1995 年私的証券訴訟改革法：証券諸法違反に対する私訴の制限。
- 1998 年証券訴訟統一基準法：集団訴訟の連邦裁への集中。
- 2002 年公開企業会計改革・投資者保護法 (SOX 法)：会計制度改革、企業統治監視、ディスクロージャーの強化、法執行の強化。

周知のように、これらの連邦法に基づき、証券市場を規律するのが証券取引委員会 (SEC) である。SEC は、独立連邦行政機関で、大統領に任命された 5 名の委員からなる。SEC は、規則を制定し、それを執行し、違反者に対して制裁を与えるという意味で超越的機関 (super agency) とさえ言われる (Hazen [2005: 28])。しかしながら、その規模は他の連邦機関と比べても特別大きいわけではなく、むしろ効率的な組織を構築している。組織構成は、主要 4 局に 18 機能事務所、11 地方事務所を有している。職員数は、2007 年 9 月末現在で 3470 名

⁴ もっとも、州法としてブルー・スカイ法を最初に制定したのは 1911 年のカンザス州といわれ、連邦法制定の約 20 年前にすぎない。ブルー・スカイの名称は、実体のない青空を含め、なんでも売れる口のうまい (fast-talking) 商人に対する恐れから制定されたことに由来すると言われている (Macey [1991: 359])。

である（SEC [2007: 7]）。

もっとも、本稿の主題である消費者保護の観点では、SEC は消費者保護というよりも、市場そのものが効率的に運営されることを確保するために活動している。もちろん、個人投資家の関与が深まるにつれて、市場擁護が一般投資家保護の要素を強めるという面はある（SEC [2007: 8-9]）。しかし、いわゆる弱者保護という点での消費者保護にかかる個別的な規制は、次に述べる自主規制機関に委ねられている。

また、連邦法が整備され、SEC の権限が強化される中で、連邦法と州法の齟齬が生じないような措置がとられてきた。たとえば、1996 年全米証券市場改革法（National Securities Market Improvement Act）によって証券の登録や公募について州法の影響を低減したり、統一証券法と呼ばれるモデル法に準じた州法に改めるよう促したりしている⁵。その一方で、州当局による規制も存続している。とりわけ詐欺的行為に対する処罰規定は、ブルー・スカイ法の制定動機でもあったので、今日でも州法によって規律される。また、ブローカー・ディーラーの規制や資産 2500 万ドル以下の投資アドバイザーの規制も州当局が担っている。これらは身近な金融商品取引に対して消費者を保護する法として、依然として州法が重要であることを示すものといえる。

（2）自主規制機関（SRO）の役割

米国では証券取引に関する規制について、SRO の果たす役割が非常に大きい。それは、米国における証券取引所の設立は 18 世紀末までさかのぼり、SEC 設立より 150 年近くも前から証券取引に関して一定のルールを構築してきたからである。また、コモン・ローの伝統から、中央集権的な制定法よりも慣習によるルールの構築に馴染みやすかったという背景もある。そのため、政府機関としての SEC が市場全体の公正の確保のための諸規則を制定しているのに対し、SRO は個別的な取引監視と会員規制という 2 つの機能を担っている。

証券取引所法上の SRO には、証券業協会と証券取引所がある。証券業協会は、1938 年の Maloney Act に基づいて SEC に登録されることによって SRO の機能を果たしている（証券取引所法 15A 条）。全米証券業協会（NASD）が唯一の全国レベルの証券業協会として、いわゆる NASD ルールによってブローカー・ディーラーに対して規制を行ってきた。また、証券取引所は、SEC に登録されることによって国法証券取引所となり、取引所ルールを通じて取引を規制してきた。しかし、NASD が店頭市場として創設した NASDAQ が全国規模

⁵ 統一州法に関する委員長会議（NCCUSL）が策定し、現在 13 州が採用している。登録や公募に関する州法からの免除を規定する一方、詐欺的行為に対する規制権限を定める。Uniform Securities Act (Last Revised or Amended in 2005) drafted by the National Conference of Commissioners Uniform State Laws.

の証券取引を仲介する機能を果たすようになる一方、会員組織として非営利法人であった証券取引所も株式会社化する中で自主規制機能をどう位置付けるかが問題となった。このため、NASDAQ は 2006 年に正式に国法証券取引所として SEC に承認され、NASD が維持してきた支配権も放棄されて、公開株式会社である Nasdaq Stock Market, Inc. が所有することとなった⁶。また、米国最大の証券取引所であるニューヨーク証券取引所（NYSE）も 2006 年に株式会社化し、自主規制機能を非営利の別法人である NYSE-Regulation に分離した（Karmel [2007: 385-389]）。

このような中で、NASD と NYSE は会員規制の機能を統合し、2007 年 7 月に Financial Industry Regulatory Authority（FINRA）を設立した⁷。現状では NASD ルールと NYSE ルールは並存する形をとっているが、将来的にはこれらが統一されることによって、営利法人たる証券取引所から独立した自主規制機関として再構築されることになると思われる。また、取引監視については、FINRA が NASDAQ やアメリカン証券取引所に対する監視を請け負い、NYSE に対しては上述の NYSE-Regulation が担っている。

SRO の規則は SEC の承認を受けなければならない。会員が SRO の規則に違反したときに SRO から処分を受けるのは当然であるが、顧客が SRO 違反を理由に会員に対して私訴を提起できるかどうかは別問題である。Colonial v. Bache 事件（1966 年）では、被告が口頭の合意を遵守しなかったことが NASD の「取引の公正かつ衡平の原則」に違反するとしても、これによって直ちに民事上の損害賠償を請求できるわけではないとされた。しかし、SEC の規則を代替しているような規則の場合は認められる可能性もある（ラトナー [2003: 171]）。また、SRO が自らの規則の適切な執行を懈怠した場合は、かつては認められたこともあったが（Baird v. Franklin 事件（1944 年））、近年の判例ではそのような立法意図は認められないとして、SRO に対する私訴は否定されている（Spicer v. CBOE 事件（1992 年））。なお、市場の公正確保の観点から、SEC が SRO の処分を審査することが認められている（証券取引所法 19 条）。

3. 証券取引における消費者保護の体系

（1）米国における投資家保護の基本概念

米国における投資家保護の観念は、信任義務（fiduciary duty）から発している。信任義務

⁶ The Nasdaq Stock Market, Inc., 10-K, December 31, 2006, pp.6-7.なお、NASDAQ の運営は、完全子会社 Nasdaq Stock Market LLC が担っている。

⁷ 詳細は新たに公開された FINRA のサイトを参照<< <http://www.finra.org/index.htm>>>。

は、もともとは信託法における概念で、他人の財産を管理する受託者は受益者の利益になるように行動しなければならないという義務である (Walsh [2002])。この信任義務の観念は、コモン・ロー上の契約法において、顧客から依頼を受けて顧客のために行動する者の義務として、会社の取締役や医療従事者、さらには聖職者にまで幅広く及ぶ考え方となっている (Cooter [1991: 1045])。

この考え方は証券取引のさまざまな場面においても適用され、受託者の立場に立つ者が自己の立場を利用して、受益者の利益に反し自己の利益を得る目的で行動することは信任義務に違反するものとされ、登録文書の重大な誤記または脱漏、インサイダー取引、取引における詐欺的・欺瞞的行為が処罰対象とされてきた (ラトナー [2003: 139])。そして、投資家保護の観点では、ブローカー・ディーラーの顧客に対する信任義務、会社経営者の株主に対する信任義務、投資顧問業者の顧客投資家に対する信任義務などの形で、受託者が行うべきまたは行ってはならないさまざまな行為が示されてきたのである (黒沼 [2004: 116, 214])。

(2) 証券取引における消費者保護

前述のように、証券諸法およびそれに基づく SEC 規則は、市場自体の公正の確保が主眼となっているので、消費者たる一般投資家のみを念頭においた規定は多くない (SEC 規則 15c3-3(a)(1))。それゆえ、そのような規定のほとんどは自主規制としての FINRA rulebook に定められている⁸。しかしながら、米国では自主規制は単なる証券業者の内部ルールではなく、信任義務を背景とした契約法上のルールを明確化する重要な位置付けを持つ。FINRA は NASD と NYSE の会員規制部門が統合したものであるが、従前の NASD ルールの行為規則 (Conduct Rules)⁹に消費者保護にかかわる諸規則が規定されている。

消費者保護の対象となる投資家の区分については、SEC 規則と NASD ルールのそれぞれに見られる。SEC の証券法規則 501 では、一定の資産を有する機関投資家および個人を「自衛力認定投資家 (accredited investors)」とし、これらに対して販売される証券の登録義務が免除される (証券法 4 条、Regulation D)。SEC の役割は市場における公正な取引を確保することであるから、本規則は、原則として必要な証券の登録義務を自衛力のある投資家に対して販売されるものに限り免除することによって円滑な市場取引を促すものであって、特段消費者を保護するための規定ではない。一方、NASD ルールでは、金融機関および 5000

⁸ Available at << <http://www.finra.org/RulesRegulation/FINRARules/index.htm>>>.

⁹ Available at << http://finra.complinet.com/finra/display/display.html?rbid=1189&element_id=1159000466>>.

万ドル以上の資産を有する者を機関投資家顧客（institutional accounts）としている（行為規則 3110(c)(4)）。もっとも、非機関投資家顧客に対してのみ適用される明文の NASD ルールは、次に述べる適合性原則における情報収集と裁量的取引の禁止のみであって、他の規則はすべての顧客についてとるべき行為とされている点には注意を要する。

（３）NASD ルールにおける行為規則

① 適合性の原則（行為規則 2310）

金融取引における適合性原則とは、金融商品を販売する者は、顧客の財産、投資経験、投資目的等に照らして、顧客に適合する商品を販売しなければならないとする原則である。米国における適合性原則は、その金融商品に関する知識を十分に有しない顧客に当該金融商品を販売することが前述の fiduciary duty に反すると考えることを基礎としている。

会員は、上記の非機関投資家顧客¹⁰に対し、顧客に証券の購入、売却その他の取引を推奨する場合、当該顧客の他の証券の保有や財産状況に関して当該顧客によって開示された事実に基づいて、その推奨が当該顧客に適合すると信じるに足る合理的な理由を有しなければならない。そして、機関投資家でない顧客に対する取引を執行する場合は、短期金融市場のミューチュアル・ファンドにのみ投資を行う顧客との取引を除き、顧客の資産状況、投資目的、その他推奨を行うために合理的に必要とされる情報を得るよう努めなければならない。

また、行為規則 IM-2310-2 では、「顧客との公正な取引（Fair dealing with customers）」において、投機的な低位株の推奨、過剰な取引活動、短期のミューチュアル・ファンドの取引、詐欺的活動、顧客の能力を超える購入の推奨などが列記されている。

② 不招請勧誘（行為規則 2212）

NASD ルール上、いわゆる不招請勧誘を規制するものとして規定されているのは、電話による勧誘である。特に、1990 年代半ばより電話を通じた詐欺的勧誘が蔓延したことに対応して、連邦通信委員会（FCC）や連邦取引委員会（FTC）の規制を受け、NASD ルールが強化された。NASD ルールでは、午前 8 時から午後 9 時を除く電話の禁止、企業または FTC の Do-not-call list 記載者への勧誘の禁止などが規定されている。ただし、書面による手続きを経ている場合や、すでに顧客と取引のある場合、連絡のない顧客との記録維持の場合、電話勧誘を行った日から 31 日以内に入手したリストの基づいて電話した場合などがセーフ・ハーバー・ルールとして明記されている。

¹⁰ なお、自然人を除く機関投資家については、1000 万ドル未満の顧客が本規則の適用対象となる。行為規則 IM-2310-3, Suitability Obligations to Institutional Customers.

近年、不招請勧誘との関係で問題となっているのが、迷惑メールやウェブサイトのポップアップによる勧誘である。これらは勧誘が不招請であるだけでなく、場合によっては、IDの漏洩や不当請求への支払などの詐欺行為に巻き込まれる懸念があるため、注意が喚起されている。

なお、店頭での勧誘については、適合性の問題であって、不招請勧誘の問題ではないとされている。また、買い手の自宅、職場、寄宿舍や、ホテルや会議場などの一時的施設で行われた販売に対して適用されるクーリング・オフも、証券取引には適用されない¹¹。

③ 説明義務（行為規則 IM-2210-1）

説明義務としては、本行為規則において、「誤解を招かないような説明を確保するためのガイドライン」が規定されている。たとえば、文脈において表現が誤解を招かないようにする、説明が向けられる聞き手の性質を考慮する、分かりやすい説明を行う、投資収益に関して税金の取り扱いを説明するなどが例示されている。

説明義務の程度についても、原則としては適合性原則に還元されると考えられ、合理的な説明が理解されないならば、その勧誘自体が不適合と捉えられるといえる。金融商品の複雑化に伴って、NASD では、適宜通知（Notice）によって顧客への適合性を考慮しながら商品説明を行うよう注意喚起している（青木 [2006b: 77-82]）。

④ 分別管理（行為規則 2330, IM-2330）

会員は、顧客の承認なく顧客の証券を貸し出してはならず、そのために顧客の証券を特定し分別して管理しなければならない。分別には、顧客ごとの所有が明示されたリスト（所有の変更履歴を含む）を伴う物理的分別、受益者の氏名が明示されたタブを付した物理的分別、顧客ごとの封書に封入または綴じることによって分ける特定分別などのタイプがある。

⑤ 最良執行（行為規則 2320）

いかなる顧客との取引に際しても、会員は、対象証券にとって最良の市場を確認し、顧客にとっての最終的な価格が当時の市場条件の下で可能な限り望ましい市場で売買するために、合理的な精査（reasonable diligence）を行わなければならない。合理的な精査を行ったかどうかを決定するにあたっては、価格・ボラティリティ・流動性などの当該証券の市場特性、取引の量とタイプ、確認された市場の数、市場へのアクセス可能性、取引にかかる注文の条件などが考慮要因となる。

また、最良執行のためであっても、合理的な理由なく第三者を最適な市場への売却の間

¹¹ FTC, “FTC Facts for Consumers, The Cooling-Off Rule: When and How to Cancel a Sale”, May 1996.

に關与させたり第三者に仲介させてはならず、スタッフ不足が最良執行できなかつたり第三者へ仲介させる理由にはならない。これらの行為の相手方となつた会員もこれを知つていた場合は規則違反を構成する。

非上場証券については、少なくとも 3 つのディーラーから価格情報を入手しなければならない (Three Quote Rule)。ただし、リアルタイムで更新される inter-dealer quotation system に 2 以上の価格が表示される場合や、外国市場で取引されている外国発行体の証券で FTSE All-World Index を構成する証券については適用されない。

多様な市場が登場する中で、どうすることが最良な執行なのかという解釈が複雑になってきたため、2006 年に「最良執行の要件に関する解釈ガイダンス (IM2320)」が規定されている。

⑥ 書面交付 (行為規則 2230, 2340)

書面交付については、取引の前後における意思確認の局面と取引の結果に関する通知の局面がある。前者では、書面による通知 (written notification) を行う義務が定められている (行為規則 2230)。また後者については、四半期に 1 度以上の頻度で account statement を送付しなければならない。ただし、Delivery Versus Payment/Receive Versus Payment (DVP/RVP) Accounts のみの取引についてはこの限りではない (行為規則 2340)。

⑦ 広告規制 (行為規則 IM2210)

SEC 規則としては、開示規制の一環として一定の規則を定めている (たとえば目論見書にない情報に関する規則 134、不特定多数広告に関する規則 135a、投資会社による広告に関する規則 482 など) 一方、より個別的な広告規制は NASD ルールに定められる。これらは、その個別性から適合性原則や説明義務との関連で規定されることが多い。たとえば、「誤解を招かないような説明を確保するためのガイドライン (規則 IM-2210-1)」における合理的な根拠に基づく広告の使用 (5 項)、広告におけるランキング表示の制限 (規則 IM-2210-3)、広告における "FINRA" 名称の使用制限 (IM-2210-4)、投資アナリスト・ツールの使用 (IM-2210-6)、先物や CMO (モーゲージ証券担保債務証券) に関する広告規制 (IM2210-7,8) などが定められている。

4. 執行と紛争解決制度

(1) SEC による執行

法令違反が疑われるときは、SEC は調査権を行使する。SEC による執行が相当と認められるときは、被疑者に上申書を提出させるが、被疑者が法令違反を肯定も否定もしないま

ま処分を受ける「和解」が行われ、実際も和解で決着することが多い（黒沼 [2004: 228]）。

SEC によって行われる処分には、行政手続と民事制裁金がある。行政手続としては、譴責、軽度の違反に対する取引停止命令、排除命令、業者の登録届出停止命令、取消命令がある（黒沼 [2004: 230-232]）。行政手続の対象者としては、ブローカー・ディーラー、国法取引所、証券発行者や代理人のほか、違法行為を行った個人が以後ブローカー・ディーラーや発行者の役職として勤務することを禁じる場合（SOX 法、証券法 8A 条、証券取引所法 21C 条）もある。2007 年度で 394 件が処分されている（SEC [2007b: 3]）。

また、民事制裁金は、違反者に対して SEC が課す非刑事的な制裁金である。民事制裁金は、行政手続において課されるほか、裁判所への提訴を通じて課することができる。限度額は違反の悪質度によって 3 段階に分かれる（取引所法 21 条(d)(3)(B)）。通常は、自然人に対しては 5000 ドル、法人に対しては 5 万ドル以下の制裁金を課することができる。詐欺、相場操縦、無謀な法令違反に対しては自然人に 5 万ドル、法人には 25 万ドル以下、さらに他者に重大な損害を与えまたはその危険を生じさせた場合は、自然人 10 万ドル、法人 50 万ドルまたは違反によって得られた額の大きい方が限度額となる（国民生活センター [2004: 71-74]）。2007 年度で 262 件、16 億ドルを得ている（SEC [2007c: 25]）。

2002 年に制定された SOX 法により、これまで国庫に帰属していた民事制裁金を被害者の救済にあてる（利益吐き出し：disgorgement）ことができるようになった（SOX 法 308 条、取引所法 21 条(d)(3)(C)）。たとえば、マーケット・タイミングを利用した市場濫用で処分されたエバーグリーン・インベストメント・マネジメント社の事件では、2850 万ドルの利益吐き出しと 400 万ドルの制裁金が課され、利益吐き出し金の全額が基金（Fair Fund）を通じて被害者に配分された（SEC [2007c: 92]）。

なお、違反者への処罰ではないが、違反者が将来同様の行為を行わないよう差し止めるインジャンクション（injunction）がある。この差止は将来に向けての命令なので、被告がこれを受け入れる同意命令（consent injunction）の形で発せられる（黒沼 [2004: 232-233]）。この同意命令は、その後の他の民事訴訟で撤回することができない。

また、故意（willfully）に証券法の規則に違反した場合は、SEC が司法長官に証拠を送付することによって刑事裁判に付される。ただし、刑事手続きの開始は司法長官の裁量で決する（取引所法 21 条(d)(1)）。故意かつ悪意（willfully and knowingly）の場合に 500 万ドル以下の罰金または 20 年以下の禁錮、法人の場合は 2500 万ドル以下の罰金が科される（黒沼 [2004: 236-237]）。

（２）私訴による救済

個人または私的団体が民事訴訟によって自己だけでなく社会的な救済を求めることができるのは、米国の訴訟制度の特徴である。私訴による救済には以下のような制度がある。

① 集団訴訟（class action）

集団訴訟とは、共通の利害関係を有する一定の範囲の人々を代表して 1 名または複数の者が全員のために原告として提起する訴訟である（国民生活センター [2004 :45]）。集団訴訟では、被害者ひとりひとりの損害額が小さくても、これをひとまとめにすることによって訴訟にかかるコストを低減し、裁判上の救済を促進するものである。特に証券取引については、証券集団訴訟（securities class action）といわれ、毎年 100～200 件を超える訴訟が提起されている。特に、2001 年のエンロン事件（請求額 72 億ドル）および 2002 年のワールドコム事件（同 61 億ドル）にかかる訴訟は他と比べても莫大であり、この 2 件でこれまでの証券集団訴訟の 4 割を占めている¹²。証券集団訴訟の難しさには、被害者が全国にまたがること、価格がバブル的に膨らんだ場合被害額が甚大になること、価格変動を伴う証券取引において株主・経営者・仲介業者の責任の関係をどう考えるかなどの問題がある。

証券に関する集団訴訟は、州をまたがる事例が多いため、1998 年証券訴訟統一基準法によって連邦裁判所へ集中させることとなった（Hazen [2005: 512]）。

② 名目的損害賠償（nominal damages）

名目的損害賠償とは、補填すべき実質的な損害はないが原告の権利の侵害ないし被告の義務違反を認める必要がある場合に用いられる。典型的な例としては、他人が自己の所有地を無断で横断した場合の金銭賠償として用いられる（国民生活センター [2004: 48-49]）。証券取引においては、実損のない法令違反について用いられることがある。1993 年、SEC は、著名なビジネス誌から得た情報のよってインサイダー取引違反を認定されたブローカーに対する民事制裁金を求めた訴訟において、ニューヨーク東部地裁は、1 万ドルを請求した SEC の根拠を否定し、1 ドルの名目的損害を認定した例がある¹³。

③ 懲罰賠償（punitive damages）

懲罰的賠償とは、非道的な行為を行った者およびその他の同様の者が、将来において同様の行為を行わないよう、当該行為者に対して課される賠償をいう（国民生活センター [2004: 52]）。懲罰的賠償は、もともとは不法行為に対する損害賠償請求事件において被告の懲罰的意味をもたせようとするものであったが、今日では契約法、特に消費者保護法の分

¹² Stanford Law School, Securities Class Action Clearinghouse, Index of Filings, available at <<<http://securities.stanford.edu/companies.html>>>.

¹³ Leigh Jones, SEC Civil Damages Suit Against Inside Trader Ends in Award of \$1, New York Law Journal August 22, 2003.

野で、詐欺的業者を罰する機能が重視されてきた。証券取引においても、業者の詐欺的行為によって損害を受けた場合、懲罰的賠償が課されてきた。しかも、詐欺的行為に対する懲罰的賠償は、連邦法だけでなく州法によっても規律されるため、被害者救済の色彩の濃い訴訟の場合、その金額が莫大になる傾向がある。もっとも、証券取引においては特に金額が大きくなることがあるので、裁判所によっては懲罰的賠償の範囲を制限しようとしている。特に弁護士費用の取り扱いについては限定的に扱う傾向がある。

④ 黙示的救済 (implied remedy)

黙示的救済とは、それ自体は民事責任規定ではないが、特定の法令違反（実体は業法規定）を根拠に私人が損害賠償を提起できるとするものである (Hazen [2005:463])。たとえば、SEC 規則に反する詐欺的行為を禁止する証券取引所法 10 条(b)および規則 10b-5、15 条(c)(1)、証券法 17 条(a)、公開買付と委任状勧誘を規制する 14 条、投資顧問会社の支配権の異動を規制する投資会社法 15 条(f)などである。以前は違法行為の是正と被害者救済の観点からかなり広く認められたが、1970 年代半ば以降、立法意思から私訴が明確に認められていると認識できなければ、黙示的に私訴を認めることはできないと抑制的になっている (ラトナー [2003: 212-215])。

(3) FINRA の仲裁・調停

上記のように、証券取引については多様な救済手続きが利用可能であるので、証券業者としては訴訟リスクを回避するため、口座開設契約に本件契約に関する紛争は FINRA などの仲裁によって解決する旨の条項を定型で挿入する例が増えている。かつては、仲裁条項は裁判所の関与を回避することで連邦法を実質的に無効化するものであるとして仲裁契約を無効としたこともあったが (Wilko v. Swan 事件における Wilko Doctrine)、1980 年代から仲裁条項の有効性が認められてきた (黒沼 [2004: 219])。

仲裁による紛争解決は、安価で迅速な処理が期待される一方、顧客は業者側が示す定型な仲裁条項に従わなければならない、独立性の高い司法審査の道が閉ざされるなどの問題がある。しかし、多くの契約に挿入される仲裁手続きは、NASD ルールとして SEC の承認を受けておりそれほど業者寄りというわけではなく、業者が回避しようとしてきた懲罰的賠償も NASD ルールでは 2 倍まで認められたり¹⁴、付託内容の完全な白紙委任のような仲裁条項や契約者に圧倒的に不利な条項は裁判所が無効とすることもあるなど、中立的な規定になっている。

¹⁴ NASD, *NASD Board Acts To Improve Service And Submit Task Force Proposals To SEC*, Regulatory & Compliance Alerts, Summer 2007.

NASD に付託された仲裁の件数は、2006 年が 6074 件、2007 年が 3238 件、終結を見た件数は、2006 年が 7212 件、2007 年が 5345 件となっている¹⁵。

なお FINRA では、非公式の解決手続きとして調停（mediation）も用意している。

（４）その他苦情申立手続き

上記のような公式の手続きに入る前段階として、種々の公的な苦情申立手続きがある。

SEC では、Online Complaint Center や投資家教育擁護局（OIEA）への苦情を通じて、インターネットを通じた未登録業者による投資勧誘の摘発や問題の早期把握を行っている（SEC [2007c: 8, 37]）。毎年 7 万～8 万件の苦情が寄せられている。また、FTC でも Online Complaint Form が設けられ、投資（investment）が苦情項目のひとつとして設定されている。

もっともこれらの機関における苦情申立は、市場全体に影響を及ぼす問題を把握することであって、個別の紛争を扱うものではない。

5. 投資家保護基金

1960 年代に多くの証券業者が破綻する事例が生じたのを受けて、1970 年に証券投資家保護公社（Securities Investor Protection Corporation: SIPC）を設立する証券投資家保護法（Securities Investor Protection Act）が制定された。現在、原則として証券取引所法により登録しているすべてのブローカー・ディーラーに加入義務がある。

SEC もしくは自主規制機関が、あるブローカー・ディーラーが財務危機に陥っていると判断した場合、これを SIPC に通知し、当該ブローカー・ディーラーが顧客に債務の支払ができないと SIPC が判断した場合に、裁判所に証券投資家保護法の適用を求めることができる。裁判所は、同法の適用が必要と判断した場合は管財人を任命し、管財人の清算結果を受けて、SIPC は顧客 1 人あたり 50 万ドルを上限として必要な資金を管財人に前払いしなければならない（78fff-3 条）。管財人は、破産法上違法に移転された破綻業者の財産を回復することができ、清算に充当する（78fff-2 条(c)(3)）。

基金の支払状況は、その年の証券市場の動向に大きく左右される。SIPC 設立以来もっとも正味支払が大きかったのは、エンロン事件のあった 2001 年の 1 億 1343 万ドルである（SIPC [2006: 22]）。ここ数年は大きな破綻がなかったため、清算財産の回復により 5000 万ドルの受け取りとなっている（2006 年）。

¹⁵ FINRA, Dispute Resolution Statistics, available at <<<http://www.finra.org/ArbitrationMediation/FINRADisputeResolution/Statistics/index.htm>>>.

6. 投資家教育

金融商品の複雑化に伴って、さまざまな機関を通じて投資家教育が行われている。

政府機関では、Fair and Accurate Credit Transaction Act に基づいて、関係する 10 の機関で構成される Financial Literacy and Education Commission (FLEC)が組織され、金融にかかわる包括的な消費者保護を行っている。

また、各当局もそれぞれの役割に応じたプログラムを提供している。FTC は Division of Financial Practices が中心となり、financial literacy の向上に努めている。ここで扱われる金融商品は幅広く、証券・投資のほか、住宅・消費者ローンを含む。財務省では、Office of Financial Education が金融教育プログラムを提供している。これは多様な金融商品を正しく理解して財産形成に役立てることを目的としている。SEC は、投資家教育擁護局がオンライン投資家、シニア投資家、外国人投資家などタイプに合わせた情報提供を行っている。特に、シニア投資家については、ベビー・ブーマーの退職を期に退職金の運用が拡大することが予想され、重視されている（長島 [2007: 99]）。

業界では、FINRA が、Investor Protection Program において、Stock Market Game や Calculator System、Smart investing program などを提供している。証券取引所も、NYSE や NASDAQ が独自の教育プログラムを作成している。

民間団体では、証券投資に特化した消費者団体として、American Association of Individual Investors (1978 年設立) があり、実践的な投資教育（長期保有の推奨など）を実施している。

[参考文献]

欧州

Treaty of Nice <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/en/treaties/dat/12002E/pdf/12002E_EN.pdf>

Directive on Unfair Contract Terms (Council Directive 93/13/EEC)

Consumer Sales Directive (Directive 1999/44/EC)

Directive on Distance Selling (Directive 1997/7 [1997] O.J. L144/19).

Distance Marketing of Financial Services (DMD) (Directive 2002/65 [2002] O.J. L271/16)

Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC (OJ L 390/38, 31 December 2004) (Transparency of Information Directive).

Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC (OJ L 145/1, 30 April 2004) (Market in Financial Instruments Directive, MiFID).

Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (OJ L 345/64, 31 December 2003) (Prospectus Directive).

Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) (OJ L 96/16, 12 April 2003) (Market Abuse Directive).

Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities (OJ L 184/1, 6 July 2001) (Listing Directive).

Directive 97/9/EC of the European Parliament and of the Council of 3 March 1997 on investor compensation schemes (OJ L 084, 26 March 1997) (Investor Compensation Schemes Directive).

Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (OJ L 141, 11 June 1993) (Investment Services Directive, ISD)

Case C-55/94 *Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR 4165, para 37.

Case C-384/93 *Alpine Investments v Minister van Financiën* [1995] ECR I-1141, para 48, Advocate General Jacobs' view

Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards (OJ L 243/1 11 September 2002) (Accounting standards).

英国

Unfair Contract Terms Act of 1977

Sale of Goods Act 1979

Financial Services and Market Act of 2000

Consumer Transactions Restrictions on Statements Order of 1976

Unfair Terms in Consumer Contracts Regulations of 1999

Consumer Protection (Cancellation of Contracts Concluded away from Business Premises) Regulations 1987 (No. 2117)

Consumer Protection (Distance Selling) Regulations 2000 (No 2334)

米国

〈日本語〉

IBL [2007]「米国連邦証券詐欺禁止規定と黙示の私的訴権」『国際商事法務』35 巻 1 号、142-144 頁。

IBL [2007]「米国における詐欺的証券取引と間接関与者の民事責任」『国際商事法務』35 巻 5 号、739-741 頁。

青木浩子 [2006]「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』55 号、45-61 頁、56 号、69-109 頁。

栗山修 [2005]「米国連邦証券取引規制における黙示の私的訴権とその問題点－「信頼」の立証に関する一考察（変貌する国際社会と法）」『神戸市外国語大学外国学研究』63 号、69-92 頁。

国民生活センター [2004]『消費者取引分野の違法行為による利益の吐き出し法制に関する研究－損害賠償、不当利益吐き出し、金銭的制裁の日米比較－』独立行政法人国民生

活センター。

清水葉子 [2006]「アメリカ証券取引委員会（SEC）の証券市場規制」『証研レポート』1637号、46-57頁。

セリグマン, J.（田中恒夫訳）[2006]『ウォールストリートの変革：証券取引委員会（SEC）の歴史（上・下）』創成社。

辰巳憲一 [2006]「米国の IPO と証券発行規制について」『学習院大学経済論集』43 巻 2 号、223-245 頁。

長島亮 [2007]「米国における高齢投資家保護の取組み」『資本市場クォーターリー』10 巻 3 号、99-108 頁。

松岡啓祐 [2005]「アメリカにおける証券会社破産と顧客の地位（1）～（8・完）－連邦証券投資者保護法制を中心に－」『専修法学論集』72 号～94 号。

黒沼悦郎 [2004]『アメリカ証券取引法』弘文堂。

山本紀生 [2007]「アメリカ証券諸法開示規制と GAAP（1）SEC の創設」『国際研究論叢』20 巻 2 号、13-32 頁。

ラトナー, D. L., ハーゼン, T. L.（神崎克郎・川口恭弘監訳）[2003]『米国証券規制法概説』商事法務。

〈英 語〉

Coffee, Jr., J. C. & Seligman, J. [2003] Securities Regulation Cases and Materials, 9th ed., Thomson West.

Cooter R. & Freedman, B. [1991] “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences,” N. Y. U. L. Rev. Vol. 66, No. 4, pp. 1045-1075.

Cox, J. D. et al. [2004] Securities Regulation: Cases and Materials, Aspen Publishers.

Karmel, R. S. [2007] “The Once and Future New York Stock Exchange: The Regulation of Global Exchanges,” Brook. J. Corp. Fin. & Com. L., Vol.1, No. 2, pp. 355-393.

Easterbrook, F. H. & Fischel, D. R. [1985] “Optimal Damages in Securities Cases,” The University of Chicago Law Review, Vol. 52, No. 3, pp. 611-652..

Handler, M. [1939] “The Control of False Advertising under the Wheeler-Lea Act,” Law and Contemporary Problems, Vol.6, No. 1, pp. 91-110.

Hazen, T. L. [2005] The Law of Securities, 4th ed., Thomson West.

Macey, R & Miller, G. P. [1991] “Origin of the Blue Sky Laws,” Texas Law Review Vol. 70, No. 2, pp. 347-398.

- Moller, E. K., Pace, N. M., & Carroll, S. J., [1999] “Punitive Damages in Financial Injury Jury Verdicts”, *The Journal of Legal Studies*, Vol. 28, No. 2, pp. 283-339.
- SEC [2007] Performance and Accountability Report, U.S. Securities and Exchange Commission.
- [2007b] Select SEC and Market Data, U.S. Securities and Exchange Commission.
- [2007c] Annual Report, U.S. Securities and Exchange Commission.
- SPIC [2006] Annual Report, Securities Investor Protection Corporation.
- Walsh, J. T., [2002] “The Fiduciary Foundation of Corporate Law,” *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, No. 3, pp. 333-337.
- Winerman, M. [2003] “The Origins of the FTC: Concentration, Cooperation, Control, and Competition”, *Antitrust Law Journal*, Vol. 71, No. 1, pp. 1-99.