

金融商品取引業者等の顧客に対する 責任に関する日米比較

萬 澤 陽 子

要 旨

もし、金融商品取引業者等から金融商品を勧誘された顧客が、当該商品を購入し損害を被った場合、いかなる状況のもとでなら当該業者の責任を問えるのか。実は、我が国の金融商品取引法（以下、金商法）には、このような場合に、金融商品取引業者等の責任を顧客が問うための直接的な条文は存在しない。またこれはアメリカでも同様である。本稿は、金融商品取引業者等の民事責任を問う直接の条文がない両国において、顧客は上記のような場合にどのように救済を得られるのかを検討・比較し、その類似点と相違点を明らかにし、その背後にあるものを考察しようとするものである。

これについて、アメリカでは、取引所法の詐欺を禁ずる一般条項10b-5を使って、ブローカー・ディーラーが専門家としての基準に従って行動すると黙示に表示していると読み込むこと（看板理論）、あるいは、ブローカー・ディーラーと顧客の間の信認関係から生じる信認義務違反（信認義務理論）によって、損害を被った顧客に救済を与えてきた。他方、日本では、私法の一般法である民法の不法行為責任を規定する一般条項709条を使って、金融商品取引業者等の説明義務を信義則によって認め、その義務違反等をもって、当該金融商品取引業者等の民事責任を肯定してきた。

両国のアプローチは、類似した概念を用いながらも、それを採用するにいたった背後にあるものは異なると思われる。本稿はそれを考察し、それがなぜなのかを示唆する。

目 次

- | | |
|---|-------------------------------------|
| I. はじめに | 1. ブローカー・ディーラーに対する一般的規制 |
| II. アメリカにおけるブローカー・ディーラーの負
う義務・責任について | 2. ブローカー・ディーラーの顧客に対する責任
(1) 根拠条文 |

(2) 責任を肯定するためのアプローチ

Ⅲ. 日本における金融商品取引業者等の負う義務・責任について

1. 金融商品取引業者等に対する一般的規制
2. 金融商品取引業者等の顧客に対する責任

(1) 根拠条文

(2) 責任を肯定するためのアプローチ

Ⅳ. 日米におけるそれぞれのアプローチの比較と検討

1. 類似点
2. 相違点
3. まとめに代えて

I. はじめに

もし、金融商品取引業者等（金融商品取引業者又は登録金融機関を指す（金融商品取引法（以下、金商法）34条）から金融商品を勧誘された顧客が、当該商品を購入し損害を被った場合、いかなる状況のもとでなら当該業者の責任を問えるのか。このような場合に、金融商品取引業者等の責任があまりに容易に認められることは妥当ではないだろう。顧客が損害を被ったとしても自分の判断で取引した結果は甘受する——利益を上げればその利益を独占できると同様に——ことが原則だからである。しかし、自分の判断で取引したといっても、金融商品に対して興味も情報も有さなかった顧客に対して、商品にどのようなリスクがあるか大した説明もせず良い点だけを強調して購入申込みを誘引し、実際に購入させ損害を被らせた場合に、金融商品取引業者等に全く責任を負わせないことは不当に思われる。金融商品取引業者等は当該顧客の無知に乗じた形で商品を売り、手数料等の利益を得ているからである。では、このような事例における当該金融商品取引業者等の法的責任の基礎は、何に置かれるのであろうか。

我が国の金商法には、上記のような、金融商品取引業者等が顧客に対して適切な情報を与え

ずに損害を被らせた場合に、金融商品取引業者等の責任を顧客が問うための直接的な条文は存在しない¹⁾。実は、これはアメリカでも同様の状況にある。顧客が証券会社の勧誘を受けてリスクのある商品を購入し損害を被った場合に、顧客が当該証券会社の民事責任を問う直接の条文がない両国において、上記のような場合の顧客はどのように救済を得られるのであろうか。これについて日米それぞれで行われたことは、似通っていたといえるかもしれない。両国とも、一般条項を使って責任を肯定するアプローチを採ったからである。

本稿は、日米のこの種の問題に対するアプローチを比較し、その類似点と相違点を検討し、その背後にあるものを示唆することを目的としている。まず、アメリカにおいて顧客に対して金融商品の販売・取次等を行うブローカー・ディーラー（日本の金融商品取引業者に相当）の負う義務・責任に関する概要を述べ、次に日本における金融商品取引業者等の義務・責任を概観する。そして、両国のこの分野における法制度の類似点及び相違点を考察し、それがなぜ生じたかについて論ずる。

II. アメリカにおけるブローカー・ディーラーの負う義務・責任について

1. ブローカー・ディーラーに対する一般的規制

アメリカにおいては、証券法 (Securities Act of 1933) と証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934, 以下、取引所法) が証券取引について定める主要な法として存在する。このうち取引所法が、ブローカー (他人の勘定で証券取引を行うことを業とする者²⁾)・ディーラー (自分の勘定で証券の売買を行うことを業とする者³⁾) に対する規制を定め、その執行を SEC に担わせている。例えば、同法はブローカー・ディーラーとして行動しようとする者に SEC への登録義務を課し、登録しないでブローカー・ディーラーとして活動することを禁じているが (15条(a)項⁴⁾)、SEC がその登録方法・手続きを定め (同条(b)項⁵⁾)、一定の要件の下、その登録申請を拒否することができる上に登録後も、譴責 (censure) したり、活動や運営に制限を付したり、撤回したりすることができるとしている (15条(b)項(1), (4)⁶⁾)。また、SEC はブローカー・ディーラーに課された取引に関する記録作成・報告義務 (17条(a)項⁷⁾) 等の内容を定めることができる上に、彼らが満たすべき、教育・経験・能力・資格の基準を定め、それを満たさないブローカー・ディーラーによる取引及びその勧誘を禁ずることもできるとしている (15条(b)項(7)⁸⁾)。さらに、SEC はブローカー・ディーラーによる詐欺的行為を禁ずるための広範な権限が与えられ

ている (15条(c)項⁹⁾)。SEC はこれらの条文によって与えられた権限に基づいて制定したルールにブローカー・ディーラーが故意に違反した場合等には制裁を加えることが認められ (15条(b)項(4)¹⁰⁾)、ルールの実効性が担保されているのである。

このようにアメリカでは、ブローカー・ディーラーはルールに違反したとき SEC によって制裁が加えられることになるが、当該ルール違反によって損害を被った顧客が存在する場合、当該顧客に対してはいかなる責任を負うことになるのであろうか。取引所法は SEC に懲戒権限を与える旨規定しているが、顧客に対する責任を課すようには規定されていない。そうした状況で顧客は、何を根拠にそれらに対する責任を問うことができるのであろうか。

2. ブローカー・ディーラーの顧客に対する責任

(1) 根拠条文

アメリカの裁判所は、ブローカー・ディーラーの顧客に対する責任の基礎を一般的な詐欺禁止条項である証券所法10条(b)項¹¹⁾ (以下、10条(b)項) およびそのもとに制定された SEC 規則10b-5¹²⁾ (以下、10b-5) に主に置いてきた。10条(b)項とは、「相場操縦的及び詐欺的策略の使用の規制」というタイトルの下にある条項の一つで、証券の売買に関連した相場操縦的あるいは詐欺的策略あるいは計略の使用を禁じている。そして、何が「相場操縦的あるいは詐欺的策略あるいは計略の使用」に該当するかを定めたのが10b-5である。10b-5は、証券の売買に関連して以下の三つのことを違法としている——欺罔のための策略・計略を使うこと、重要な事実の不実表示をすること、あるいは重要な事

実を述べずに言明を誤導的にすること、誰かに
対して詐欺となる、あるいは、なるであろう行
為・慣行・業務に従事すること——。この文言
から明らかなように、10条(b)項及び10b-5は顧
客といった私人が民事責任を問うための条文で
はない¹³⁾。しかし、アメリカの裁判所は10b-5
制定直後の1946年に同条文を基礎に私人が訴え
を提起することを認めた¹⁴⁾ (これを、黙示の私
的訴権 (implied private right of action) ある
いは黙示の訴訟原因 (implied cause of action)
という)。それ以後10b-5は多くの民事裁判で
援用されることになり、連邦証券取引諸法のな
かで最も使われるルールになっていくのである¹⁵⁾。

(2) 責任を肯定するためのアプローチ

裁判所は、10条(b)項及び10b-5上のブロー
カー・ディーラーの顧客に対する責任を次の二
つの理論を基礎に肯定した。一つは看板理論
(shingle theory)、もう一つは信認義務理論
(fiduciary theory) である。看板理論とは、審
決・判例ごとにその定義が若干異なる場合もあ
るが、大枠は、ブローカー・ディーラーが事業
に従事するとき、すなわち、その専門家として
の看板を掲げる (hanging out its professional
shingle) とき、公正に専門家としての基準に
従って行動することを黙示に表明している、と
するものである。もう一つの信認義務理論とは、
ブローカー・ディーラーは、相反する利益
も含めた取引に重要な情報すべてを開示する、
および顧客の最善の利益のために行動する信認
義務を負うとするものである。

① 看板理論

初めて看板理論が述べられたのは、10b-5が
制定される三年前の Duker & Duker 審決であ

る¹⁶⁾。同審決では、ディーラーが顧客に対して
自分の有していた社債を市場価格よりはるかに
高い値で売却したが、その際顧客が市場の価格
を知らないことに気づいていたにもかかわらず、
その情報を開示しなかった、すなわち
ディーラーが自分の得る利ぎや (markup) に
ついて開示しないことが問題となった¹⁷⁾。SEC
は次のように述べて当ディーラーの登録を取り
消す判断を下した——「ディーラーは顧客と公
平にそして専門家としての基準に従って取引す
るという極めて重要な表示が、ディーラーと顧
客の間の関係に内在している。情報を与えられ
た顧客から得られたであろうよりもはるかに多
くの利益のために [顧客の] 信頼および無知を
利用することは、公平な取引でもこのような基
準に従ったものでもない。[ディーラーと顧客
の] 関係を基礎としている表示が虚偽となるこ
とを知りながら、証券の売買を通じて利益を無
理取りすることは詐欺である。この詐欺は、市
場での価格と合理的関連性のある価格を請求す
るか、顧客に取引をするか否かについて情報に
基づいた判断をさせるよう情報を開示すること
によってのみ、避けられる¹⁸⁾。」。

こうした黙示の表示を読み込むアプローチ
は、取引価格が市場の価格よりはるかに高値で
あったことが問題となった事案¹⁹⁾のみならず、
他の事案でも採られた。例えば、合理的な根拠
なく証券の購入を勧めたことが問題となった事
案においては、ディーラーが顧客に対して証券
を推薦するとき合理的な根拠を有しているとい
う黙示の表示が読み込まれるとされ²⁰⁾、顧客か
らの注文が迅速に執行されなかったことが問題
となった事案においては、証券業には顧客は合
理的な取引慣行に従って取引は迅速に取り掛か
られるという黙示の表示が内在するとされ²¹⁾、

市場の価格を操作していたことが問題となった事案では、ブローカー・ディーラーの販売は、取引価格は自由で開かれた競争のある市場で定まった価格に合理的に関連しているという黙示の表示を伴っていたとされた、といった具合である²²⁾。すなわち、ブローカー・ディーラーが当該問題となっている行為をしないという表示を黙示にしていると読み込むアプローチが、看板理論なのである²³⁾。

②信託義務理論

信託義務とは、英米で主に信託をめぐる発展してきた概念であり、当事者の一方が他方からの信頼を受け、その者の利益を第一に考えて行動しなければならない関係一般で認められてきたものである。このような関係の典型は、受益者と受託者である。受託者 (trustee) とは、厳密には信託法上の概念で、信託財産 (trust property) としての特定の物的あるいは人的財産についてコモン・ロー上の権限 (legal title) を有し、もっぱら受益者 (beneficiary) の利益のために管理、運用、処分する義務を負う者をさす²⁴⁾。この義務は忠実義務 (duty of loyalty) と呼ばれ、受託者は、受益者の最善の利益以外の動機付けで自分を行動させるかもしれない状況に身を置くことが禁止され、例えば、その典型である自己取引——受益者の利益と受託者個人の利益とが衝突する取引——は厳格に禁じられる。人間は他人の利益を犠牲にして自己の利益を図ってしまう傾向がある上に、受託者の場合は与えられた権限が大きく特にその危険性が強いといえるからである。

このような義務は、受託者のみならず、受託者に準ずる立場に立つ者にも認められてきた。例えば、代理人 (agents)、後見人 (guardians)、遺言執行者 (executors) である。ブ

ローカー・ディーラーもその一つであり、それらにも、受益者たる顧客の利益を考えて行動しなければならない義務が課せられてきた。ブローカー・ディーラーにこうした顧客に対する特別な義務を課し、それに違反した場合に責任を肯定するのが信託義務理論である。

この先駆的事例は、投資顧問業者でもあったディーラーが、顧客と相反する利益、具体的には顧客に売却した証券の市場における最良価格及び顧客に証券を売却する時にかかるコストを開示しなかったことが問題となった Hughes v. SEC 判決²⁵⁾とされている²⁶⁾。裁判所は、当該ディーラーが開示しなかったことは、10b-5を含めたルールの「重要な事実を述べずに言明を誤導的にすること」という箇所に抵触する、なぜなら、開示されなかった内容は、「重要な事実」に当たるのであり、特に本件では信託義務を負う者が相反する利益を有するのだから当該開示なしには責任を免れない、とした²⁷⁾。すなわち、裁判所は、重要な事実を開示しなければならない信託義務が履行されていないことから責任が肯定される、と解釈したのである。

Ⅲ. 日本における金融商品取引業者等の負う義務・責任について

1. 金融商品取引業者等に対する一般的規制

日本においても、アメリカに類似した規制構造が採られている。すなわち、金融商品取引業者等になろうとする者には登録義務を課し、監督する——義務を課し、禁止事項を定め、それに違反した場合には制裁を加える——という体制になっている。具体的に、金商法は、金融商

品取引業者等に登録義務を課し登録を受けなければ業を行えないことを定めており(29条, 33条の2), 内閣総理大臣(金融庁長官(194条の7), 以下同様)は登録申請を拒否したり(29条の4, 33条の5), 金融商品取引業者等に対して業務改善命令を発することができるほか(51条, 51条の2), 登録を取り消したり, 一定期間業務の全部または一部の停止を命ずることもできる(52条, 52条の2)。また, アメリカ同様, 金融商品取引業者等に対して課す特別な義務や禁止事項についても規定があるが, 少なくとも法律レベルではアメリカよりも具体的に細かく規定されている。主なものを挙げると, 顧客に対する誠実・公正義務(36条), 広告等の規制(37条), 契約締結前・締結時等・保証金の受領時の書面の交付(37条の3, 37条の4, 37条の5), 虚偽告知の禁止(38条1号), 断定的判断等の提供による勧誘の禁止(38条2号), 不招請勧誘の禁止・顧客の勧誘受託意思確認義務・再勧誘の禁止(38条4号, 5号, 6号), 損失補てん等の禁止(39条), 適合性の原則(40条1号), 最良執行方針(40条の2)等である。金融商品取引業者等はこれらのルールを遵守することが要求され, その違反には登録の取消しや業務改善命令等の制裁が課せられる。

2. 金融商品取引業者等の顧客に対する責任

(1) 根拠条文

我が国で, 顧客が金融商品取引業者の責任を問うためによく利用してきたのは, 不法行為責任を規定した民法上の条文(709条)である。我が国には, アメリカでこの根拠条文となってきた一般的詐欺禁止条項10b-5をモデルとした

条項(金商法157条1号²⁸⁾)が存在するが, アメリカのようにその条文に黙示の私的訴権が認められることはなく, 民法の一般条項が使われてきたのである。

同条は, 「故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は, これによって生じた損害を賠償する責任を負う」と規定し, ①故意・過失, ②権利・利益侵害, ③損害の発生, ④因果関係(③が①によってもたらされたこと)が満たされた場合に損害賠償責任を発生させると解釈されている²⁹⁾。では, 顧客が金融商品取引業者等の不十分な情報提供によって損害を被った場合に, これらの要件がどのように満たされると解釈され責任が肯定されてきたのであろうか。これに対して, 裁判所は, 主に適合性の原則違反と説明義務違反のアプローチを採用してきた³⁰⁾。

(2) 責任を肯定するためのアプローチ

①適合性原則

適合性原則とは, 顧客の特性に適合した形で勧誘されるべきという考えにその基礎を置く。これが日本で初めて採用されたのは, 大蔵省証券局長からの行政通達を受けて, 1975年に制定された日本証券業協会の規則³¹⁾であった³²⁾。これが, 制定法レベルで採用されたのは, 1992年の証券取引法改正である。1990年にIOSCOが適合性原則の考えを証券業者の行為規範として採択したことをうけ, 証取法54条は「顧客の知識, 経験及び財産の状況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」状況に該当しないように, 業務を営むことを要求した。これが, 2006年の法改正で, 法の名称が金融商品取引法に改められた際, 不

適当か否かを判断する要素として、「顧客の知識、経験及び財産の状況」に「投資目的」が加えられ、現在の適合性原則の形になるのである。

適合性原則違反に対しては、罰則規定は設けられていない。内閣総理大臣による業務改善命令（金商法51条、51条の2）及び監督上の処分（同52条、52条の2）には服するが、その執行は積極的になされてこなかったようである³³⁾。むしろ、（我が国では極めて興味深いことに）当該原則違反の責任を問おうとする試みは、民事責任で多くなされてきた。これについては、最高裁判決³⁴⁾も存在し、当該原則の私法上の効果について次のように述べている——「適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれ〔明らかに過大な危険を伴う取引〕を行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法となると解するのが相当である³⁵⁾〔下線筆者〕」。すなわち、適合性原則は、「公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置づけのもの³⁶⁾」だが、その著しい逸脱は民事責任を生じさせる、と解釈されたのである³⁷⁾。

②適合性原則と説明義務違反

とはいっても、実際、適合性原則違反だけで民事責任が肯定された判例は少なく、多くは、「説明義務違反」等の他の違反行為が同時に認められている³⁸⁾。さらに言えば、この「説明義務」に適合性原則の考え方が大きく反映しているように思われる。例えば、大阪地判平成18年4月26日判タ1220号217頁は、「…証券会社が顧客に取引を勧誘するに当たっては、…取引の内容や顧客の知識、経験に応じて、取引に伴う危険についての説明をすべき信義則上の義務を負う」と述べる³⁹⁾。すなわち、顧客の特性に

合った説明をすることを要求しているのである。

このような説明義務を導いているのは、金商法の個別具体的な規定ではない。その多くが、上記大阪地判のように民法の信義則である⁴⁰⁾。初期の判例では、説明義務を認めてもその根拠を明確にしなかったものも散見される⁴¹⁾が、徐々に信義則を基礎に認めるものが多くなっていったように思われる。

IV. 日米におけるそれぞれのアプローチの比較と検討

以上見てきたように、アメリカでは、ブローカー・ディーラーが顧客に対して適切な情報を十分に与えずに損害を被らせた事例において、10条(b)項及び10b-5の下、看板理論あるいは信託義務理論に拠って責任を肯定してきた。他方日本では、民法上の不法行為責任条項（709条）の下、適合性原則違反及び説明義務違反によって責任を認めてきた。これらの責任の根拠について、類似点と相違点を以下論じてみたい。

1. 類似点

まず、使われている概念、すなわち、看板理論と適合性原則、信託義務理論と説明義務違反は、非常に類似しているように思われる。看板理論と適合性原則は、少なくともアメリカでは極めて近い概念といえる。なぜなら、アメリカにおける適合性原則⁴²⁾は看板理論の一つ——顧客に適合した金融商品のみ勧誘すると黙示に表明しているとき、適合しない商品を販売したブローカー・ディーラーの責任を肯定する、と構成される——とも解されるからである⁴³⁾。すなわち、適合性原則違反の責任を10b-5上問う

ために看板理論が使われたともいえるということである。

次に、信認義務理論と説明義務違反も類似した概念である。信認義務違反の信認義務とは、信認関係で認められる義務であり、信認関係とは、一方が他方に信頼を置き、その結果他方に優位性及び影響力が生じる関係⁴⁴⁾とされている。この要件は、日本で説明義務が課される際に述べられたものと、ほぼ同じように思われる。例えば、先に紹介した、大阪地判平成18年4月26日判タ1220号217頁は、「一般投資家と証券会社との間には、証券取引についての知識、経験、情報の収集能力及び分析能力等において、格段の質的・量的格差があり、一般の投資家は、専門家である証券会社の提供する情報や助言等に依存して投資を行わねばならず、他方、証券会社は、一般投資家を取引に勧誘して利益を得ている」ことから、証券会社は上記のような説明義務を負う、と述べ、証券会社が顧客に対して圧倒的に有利な立場に立っていること、顧客が証券会社に依存していること、及び証券会社が顧客との取引から利益を得ていることから、説明義務が負わせられるとしている。すなわち、顧客の証券会社に対する信頼とそれによる証券会社の優位性及び影響力から、十分な情報提供をしなければならないとするのは、日米で共通の立場と思われるのである。

2. 相違点

このように、使われている概念は似通っているが、その採用の背後にあるものはまったく異なると思われる。

まず、アメリカの責任の根拠条文である10条(b)項は、「詐欺」であることを要求することから⁴⁵⁾、そこで述べられた責任理論はブロー

カー・ディーラーの行為を詐欺と解釈するためのものなのである。詐欺とは、コモン・ロー上、表示が重要な事実について虚偽であり、虚偽であることを被告が知っており、原告の行為に影響を与えるようになされ、原告が実際その表示を信頼し契約を締結する等行為し、その結果損害を被ること、という要件を満たす必要がある⁴⁶⁾。よって、ブローカー・ディーラーが十分説明をせず顧客にリスクある商品を購入させたことを10条(b)項上問う場合にも、当該行為が詐欺に該当しなければならないが、当該ブローカー・ディーラーは、重要な事実について虚偽表示をしたわけではなく、ただ情報を開示していないだけであることから、詐欺の要件の一つである、重要な事実に関する虚偽表示をどう満たすかが問題となる。そこで、裁判所が採用したのが、看板理論と信認義務理論だったのである。

看板理論とは、ブローカー・ディーラーが、顧客に対して、「公平にそして専門家としての基準に従って取引する」という表示をしていると読み込む理論であった。なぜわざわざそのような黙示の表示を擬制するかというと、これにより虚偽表示の存在が認められるからだと思われる。例えば、Duker & Duker 審決のように、ディーラーが市場価格よりはるかに高値で顧客に証券を売却した事案において、当ディーラーが「公平にそして専門家としての基準に従って取引する」と表示していると読み込むことで、それとは矛盾する行為——ここでは、市場価格より高値で証券を顧客に売却した行為——の存在が当該表示を虚偽にしたとして虚偽表示の存在が認められる、ということである。当ディーラーの行為は、重要な事実について虚偽表示をしたわけではないが、黙示の表示を擬制するこ

とで、それを行ったと同様の効果をもたらすことになるのである。

前述の通り、当該理論は、ディーラーが市場価格より高値で顧客と証券取引を行った場合のみならず、それ以外のブローカー・ディーラーの問題となる行為についても適用された。そこでも、ブローカー・ディーラーが、当該問題となっている行為をしないという表示をしていたと読み込み、それと矛盾する当該行為によって黙示の表示が虚偽になったとして、虚偽表示の要件が満たされるというアプローチがとられたのである⁴⁷⁾。

これに対して、信認義務理論は、表示があったと擬制するのではなく、義務違反を基礎に責任を肯定しようとした。この背後には、情報を開示しないこと自体は法的責任を生じさせないことを大原則とする英米法でも、開示義務があるときはその例外に当たるとして責任が課せられてきたことがある。この理論に従えば、ディーラーは、重要な事実に関する虚偽表示をしていないが、顧客に対して信認関係から生じる開示義務を負っていたため、十分な情報開示を行わなければならなかったにもかかわらず、それを怠ったとして、責任が課せられることになる。ブローカー・ディーラーと顧客の間では、対等な (arms-length) 関係ではなされないような保護が認められる、ということである。

このように、看板理論では、ブローカー・ディーラーと顧客の関係性を基礎にした表示を読み込み、不実表示があったと擬制するアプローチが採られたのに対し、信認義務理論では、信認義務（開示義務）に違反したことをもって責任を肯定するアプローチが採られたが⁴⁸⁾、これらは、ブローカー・ディーラーの間

題となっている行為を10b-5上の要求する詐欺と解釈するためのものであったのである。

これに対して、日本では、金融商品取引業者等の行為を詐欺と解釈する必要はない。むしろ、詐欺（民96条）は成立しないが、十分な情報が提供されずに締結に至った契約の問題（契約締結上の過失の一態様）として取扱われてきたと思われる⁴⁹⁾。すなわち、当該契約について、契約締結前にも金融商品取引業者等に情報提供義務・説明義務等を課し、不十分な情報しか開示しないで契約締結に至った場合に当該義務違反があったとして顧客からの損害賠償を認めるというアプローチが採られてきたと思われる。換言すれば、私的自治の原則の下、契約締結の判断に当たって必要な情報は各当事者が収集するべきで、相手方当事者が提供するものではないが、現代社会における契約内容の複雑化・高度化・専門化、及び契約当事者の間の情報量・その分析能力の格差に鑑みると、それらにおいて劣る当事者は自分にとって適切な契約を締結することができないのみならず、不合理な契約に拘束されてしまうという不公正な結果になり得ることから、優位な立場に立つ金融商品取引業者等に信義則に基づく説明義務が課され、それに違反したときには責任が肯定される、とされてきたのである⁵⁰⁾。

このように、アメリカで不法行為法上の詐欺の法分野で発展したブローカー・ディーラー（金融商品取引業者等）の責任は、日本では主に契約法の枠組みの中で論じられてきたといえる⁵¹⁾。

3. まとめで代えて

このように、金融商品取引業者等（ブローカー・ディーラー）が顧客に対して適切な情報

を十分に与えずに損害を被らせた事例において、アメリカでは、取引所法の詐欺を禁ずる一般条項10b-5を使って、ブローカー・ディーラーが専門家としての基準に従って行動すると黙示に表示していると読み込むこと（看板理論）、あるいは、ブローカー・ディーラーと顧客の間の信認関係から生じる信認義務違反（信認義務理論）によって、損害を被った顧客に救済を与えてきた。他方、日本では、私法の一般法である民法の不法行為責任を規定する一般条項709条を使って、金融商品取引業者等の（時に適合性原則の考えを反映した）説明義務を信義則によって認め、その義務違反等をもって、当該金融商品取引業者等の民事責任を肯定してきた。

一方の国では詐欺ゆえに責任を負う行為が、もう一方の国では信義則に基づく義務等に違反することから責任が肯定される。こうした違いは、それぞれの国における法の発展が大いに関係しているであろう。実際、米国では、連邦政府による証券取引規制（1933年・34年の証券法・取引所法）がなされる以前から、コモン・ロー上の詐欺（fraud）が証券市場で生起する紛争に対処できるよう発展し、その詐欺の法の発展は証券法・取引所法に採り入れられ、詐欺を禁止することが規制の中心にあったのである⁵²⁾、日本では、信義則がさまざまな問題解決に多く使われてきた⁵³⁾。では、こうした異なった根拠ゆえ責任が肯定されることは、一体何を意味するのだろうか。そこで保護しようとしているものは同じなのだろうか、違うのだろうか、違うのならそれはどのような形で具体的に現れるのか——検討されるべき課題は、多く残されている。

注

- 1) 金融商品取引業者等が顧客の知識、経験、財産の状況等に照らして不適当と認められる勧誘を禁ずる条文（適合性原則（40条1号）は金融商品取引業者等に、「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適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」に該当しないように業務を行うことを要求する）は存在するが、これは文言上、顧客に適合しない勧誘をすることを禁ずるだけであり、その勧誘によって取引して損害を被った顧客に損害賠償請求権を認めたものではないから、顧客の救済に直接は資さない。
- 2) 15 U.S.C. § 78c (a)(4)(A) (2010).
- 3) 15 U.S.C. § 78c (a)(5)(A) (2010).
- 4) 15 U.S.C. § 78o (a) (2010).
- 5) 15 U.S.C. § 78o (b) (2010).
- 6) 15 U.S.C. § 78o (b)(1), (4) (2010).
- 7) 15 U.S.C. § 78q (a) (2010).
- 8) 15 U.S.C. § 78o (b)(7) (2010). 中でも次の二つが重要とされている。一つは、資本金の額（17 C.F.R. § 240.15c3-1）に関するもの、もう一つは分別管理義務（17 C.F.R. § 240.15c3-3）である。See Hazen [2009], pp. 144-145.
- 9) 15 U.S.C. § 78o (c) (2010).
- 10) 15 U.S.C. § 78o (b)(4) (2010).
- 11) 15 U.S.C. § 78j (2010).
- 12) 17 C.F.R. 240.10b-5 (2010).
- 13) 「…は違法である（“It shall be unlawful for any person…”）」とただ規定しているだけで、当該違法行為をした者が被害を被った者に責任を負うようには規定されていない。
- 14) *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp. 512 (E. D.Pa. 1946). *Kardon* 判決では、不法行為法の一般原則を基礎に黙示の訴訟原因が認められ、後の連邦最高裁でも肯定された。See *e.g.*, *Superintendent of Insurance of the State of New York v. Bankers Life and Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1971); *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1975).
- 15) 10条(b)項以外にも、ブローカー・ディーラーの詐欺を禁ずる取引所法15条(c)が、顧客に黙示の私的訴権を与えるか否かが問題となった。初期の判例ではそれを認める傾向があったが、現在は認めることに消極的である。Hazen [2009], pp. 592-595. また、ブローカー・ディーラーは、取引所やFINRAといった自主規制機関によって細かく規制されているが、この違反について顧客が問うことも一般的には認められていない。Id. at 595-596.
- 16) *In the Matter of Duker & Duker*, 6 S.E.C. 386 (1939). よって、同審決は、10b-5を基礎に責任を問われていない（取引所法15条(c)項(1)及びX-15B-2、証券法17条(a)項を基礎にしている）が、看板理論の先駆的事例として10b-5を基礎にした看板理論の事案で引用されることになることから、紹介する。
- 17) 証券の利ざや（markup）とは顧客に請求する価格と市場での価格——通常ディーラー同士が取引する価格

- の間の差を指す。ブローカー・ディーラーは自分が購入した額に利ざやを上乗せして売却することができるが、その幅は合理的でなければならない。Grandon v. Merrill Lynch & Co., Inc., 147 F.3d 184, 189-190 (2nd Cir. 1998).
- 18) *Id.*, at 388-389.
- 19) 他には例えば, Charles Hughes & Co. v. SEC, 139 F. 2d 434 (2nd Cir. 1943), *cert.denied*, 321 U.S. 786 (1944).
- 20) In the Matter of N. Pinsker & Co., 40 SEC 285 (1960); Hanly v. SEC, 415 F.2d 589 (2nd Cir. 1969).
- 21) In the Matter of Ned J. Bowman, 39 SEC 879, 883 (1960); In the Matter of Carl J. Bliedung, 38 SEC 518, 521 (1958).
- 22) In the Matter of Norris & Hirshberg, Inc., 21 SEC 865, 882 (1946); SEC v. Resch-Cassin & Co., Inc., 362 F. Supp. 964 (S.D.N.Y. 1973). これ以外にも, Coplin v. United States, 88 F.2d 652 (2nd Cir. 1937); Otis & Co. v. SEC, 106 F.2d 579 (6th Cir. 1939); United States v. Bronson, 145 F.2d 939 (2nd Cir.1944); In the Matter of Halsey, Stuart & Co., Inc., 30 SEC 106 (1949); In the Matter of Emacio & Co., 35 SEC 191 (1953)等がある。
- 23) 他にも, In the Matter of Jansen&Com., 6 S.E.C. 391 (1939); In the Matter of G. Alex Hope, 7 S.E.C. 1082 (1940); In the Matter of Allender Com., 9 S.E.C. 1043 (1941); In the Matter of Jack Goldberg Room 7, 10 S.E. C. 975 (1942); In the Matter of Trost & Com., 12 S.E. C. 531 (1942); In the Matter of Lewis H. Ankeny, 29 SEC 514 (1949); Brennan v. Midwestern United Life Insurance Co., 286 F.Supp. 702 (N.D.Ind. 1968); Kahn v. SEC, 297 F.2d 112 (2nd Cir. 1961); In the Matter of Alexander Reid & Co., 40 SEC 986 (1962); In the Matter of Mac Robbins & Co., 41 SEC 116 (1962); Franklin Savings Bank of N.Y. v. Gustave L. Levy, 551 F.2d 521 (2nd Cir. 1977); Alton Box Board Com. v. Goldman, Sachs, 560 F.2d 916 (8th Cir. 1977) 等がある。
- 24) Bogert [1936], pp.1-5, 392-393.
- 25) 174 F.2d 969 (D.C.Cir. 1949). Hughes 判決は, 当ディーラーが明らかに顧客に対して信託義務を負っていたとし, 顧客との膨大な量の取引の中で, 顧客に対して投資顧問業者として, ブローカー及びディーラーとして二重の立場で行為していたことは明白であり, そこで生じる利益相反が開示されていないことはコモン・ロー上の詐欺の責任を負うと指摘しながらも, 責任の根拠はコモン・ローではなく取引所法10条(b)項等の条文であることから, その要件に沿った議論——開示されなかった情報は重要な事実か等——をして当ディーラーの責任を認めた。よって, 被告が責任を課せられるのは, 当該条文上の要件に合致しているからであり, 信託義務違反が直接の根拠となっているわけではない。
- 26) Loss & Seligman [2004], vol.8, pp. 3863-3866; Jacobs [1972], p. 881; Cohen & Rabin [1964], pp.702-704.
- 27) 当該判決の原審にあたる Arleen W. Hughes 審決 (27 SEC 629 (1948)) では, むしろ看板理論を採用していたように思われる (*Id.*, 637-639).
- 28) 「有価証券の売買その他の取引…等について, 不正の手段, 計画又は技巧をすること」を禁じる。
- 29) 内田 [2011], 331頁。
- 30) 河本・大武 [2008], 262-272頁。
- 31) もっとも, 当時の規則は, 協会員に顧客カードの作成等を要求するにとどまった。適合性原則に関する直接の規定が日本証券業協会採用されたのは, 1996年のことで, 「協会員は, 顧客の投資経験, 投資目的, 資力等を十分に把握し, 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。」(「自主規制規則3条2項」)と規定された。
- 32) ここでの記述は, 王 [2010], 19-120頁に拠っている。
- 33) 例えば, 証券取引等監視委員会の行政処分等に係る報告はわずか1件(平成15年検査事務年度)とされている。http://www.fsa.go.jp/sec/reports/n_15/n_15.htm 参照。
- 34) 最判平成17年7月14日民集59巻6号1323頁。
- 35) 最判平成17年7月14日民集59巻6号1331頁。
- 36) 最判平成17年7月14日民集59巻6号1331頁。
- 37) これについては, 他に多くの下級新判例が存在する。その中には, 適合性原則の規定に基づいて私法上の義務を認める判例も若干数存在するものの, 多くは最高裁と同様の, その違反行為をもって不法行為法上違法と認めるアプローチを採っている。王 [2010], 40-43頁。
- 38) 王 [2010] は, i) 適合性原則違反自体を認めず説明義務違反の有無の認定にそれを反映させるアプローチ, ii) 適合性原則違反を認定するが, それ自体による不法行為の成否を判断せず, 説明義務違反等の他の義務違反と併せて, 不法行為の成立を肯定するアプローチ, iii) 適合性原則違反の不法行為の成立を認めるが, 他の義務違反の不法行為の成立も肯定し, 総合的に不法行為責任を認めるアプローチ, vi) 適合性原則違反により(のみで)不法行為が成立することを認めるアプローチ, が採られてきたと詳細に論じている。43-80頁参照。
- 39) 適合性原則を反映させるように説明義務を要求する他の判例として, 京都地判平成15年12月18日金判1187号37頁, 東京地判平成15年12月22日証券取引被害判例セレクト23巻119頁, 大阪地判平成16年5月28日判タ1176号205頁, さいたま地判平成16年6月25日金判1199号10頁, 東京地判平成16年10月22日判例集未登載, 東京地判平成17年1月21日判例集未登載, 東京地判平成17年7月22日証券取引被害判例セレクト26巻223頁, 名古屋地判平成17年8月10日判タ1196号88頁, 東京地判平成18年2月14日判例集未登載, 大阪地判平成18年4月26日判タ1220号217頁, 東京地判平成18年6月7日金判1287号47頁, 大阪高判平成20年6月3日金判1300号45頁, 東京高判平成21年4月16日判時2078号25頁, 大阪地判平成22年3月30日金判1358号41頁, 大阪地判平成22年8月26日判タ1345号181頁, 東京地判平成22年9月30日金判1369号44頁, 高松地判平成23年3月30日判例集未登載, 東京地判平成23年2月28日金法1920号108頁等がある。
- 40) 信義則に説明義務を求める他の判例として, 例えば, 京都地判平成15年12月18日金判1187号37頁, 東京地判平成15年12月22日証券取引被害判例セレクト23巻119頁, 大阪地判平成16年5月28日判タ1176号205頁, さいたま

地判平成16年6月25日金判1199号10頁, 東京地判平成16年11月24日判例集未登載, 東京地判平成18年2月14日判例集未登載, 大阪地判平成18年4月26日判タ1220号217頁, 大阪高判平成20年6月3日金判1300号45頁, 東京地判平成21年2月23日判例集未登載, 東京高判平成21年4月16日判時2078号25頁, 大阪地判平成22年8月26日判タ1345号181頁, 東京地判平成22年9月30日金判1369号44頁, 高松地判平成23年3月30日判例集未登載, 東京地判平成23年2月28日金法1920号108頁等がある。大阪地判平成18年4月26日で述べられたことは, これらの判例で繰り返し使われている。

- 41) 例えば, 東京地判平成10年2月23日金判1051号49頁, 東京地判平成11年6月28日判タ1064号184頁, 神戸地判平成12年7月17日判時1739号90頁, 東京地判平成15年5月14日金判1174号18頁, 東京地判平成16年10月22日判例集未登載, 東京地判平成17年1月21日判例集未登載, 東京地判平成17年7月22日証券取引被害判例セレクト26巻223頁参照。
- 42) アメリカの適合性原則は, 制定法ではなく, 自主規制機関のルールとして存在してきた。一つは, 全米証券業協会 (NASD) の「公正慣習規則 (Rules of Fair Practice)」の第三編第二条 (現在のNASD 行為規則2310) であり, もう一つは, ニュー・ヨーク証券取引所 (NYSE) の規則405の「汝の顧客を知れ (know your customer)」ルールである。
- 43) Rapp [1998], p.191.
- 44) United States v. Chestman, 947 F.2d 551, 568 (2nd Cir. 1991).
- 45) Santa Fe Industries, Inc. v. Green, 430 US 462 (1977). See also, Hazen [2009], pp.596-598.
- 46) Loss & Seligman [2003], vol.7, p.3411.
- 47) このアプローチをとるものとして, In the Matter of Jansen&Com., 6 S.E.C. 391 (1939); In the Matter of G. Alex Hope, 7 S.E.C. 1082 (1940); In the Matter of Allender Com., 9 S.E.C. 1043 (1941); In the Matter of Jack Goldberg Room 7, 10 S.E.C. 975 (1942); In the Matter of Trost & Com., 12 S.E.C. 531 (1942); In the Matter of Lewis H. Ankeny, 29 SEC 514 (1949); Brennan v. Midwestern United Life Insurance Co., 286 F.Supp. 702 (N.D.Ind. 1968); Kahn v. SEC, 297 F.2d 112 (2nd Cir. 1961); In the Matter of Alexander Reid & Co., 40 SEC 986 (1962); In the Matter of Mac Robbins & Co., 41 SEC 116 (1962); Franklin Savings Bank of N. Y. v. Gustave L. Levy, 551 F.2d 521 (2nd Cir. 1977); Alton Box Board Com. v. Goldman, Sachs, 560 F.2d 916 (8th Cir. 1977) 等がある。
- 48) もっとも, 看板理論と信認義務理論の区分は曖昧といえるかもしれない。両理論が, 同時に適用される場合は多くあり, また, SECの前委員長が両者は深く絡み合っており, 議会がブローカー・ディーラーに課した義務を異なる方法で表現しているにすぎない, と述べたとされている。See Cohen & Rabin [1964], pp.703-704; Jacobs [1972], p.881. 実際, 信認義務は黙示の表示を生じさせる根拠とされている (Hazen [2009], p.431) し, 表示をしたことが義務を生み, 当該義務違反をもって責

任が肯定される議論もいくつかの判例でなされており (例えば, In the Matter of Arleen W. Hughes, 27 SEC 629 (1948); SEC v. Rauscher Pierce Refsnes, Inc., 17 F. Supp. 2d 985, 996-997 (D.C.D. of Ariz. 1998); Grandon v. Merrill Lynch & Co., Inc., 147 F.3d 184, 189 (1998) 参照), 表示を責任の基礎とする看板理論と義務違反を責任の基礎とする信認義務理論は密接に関係していると思われる。

- 49) 横山 [1996], 128-138頁 (もっとも横山 [1996] はこの考えに異論を唱えている (135頁))。内田 [2011], 26-29頁。道垣内 [2008], 221-222頁。この考えは, 証券会社と顧客間のみならず, 不動産売買の専門業者 (宅地建物取引業者・売主) と買主間や, フランチャイズ契約の, フランチャイザー (フランチャイズチェーンの本部機能を有する事業者) とフランチャイジー間でも採られてきた。横山 [1996], 131-133頁。内田 [2011], 26-29頁。
- 50) こうした説明義務を課す根拠は, 契約の締結における情報量及び分析能力の格差を是正することによる契約の自由の実質的保障, 及び現代社会の複雑化・専門化から専門家への依存が高まったことを背景とする, それらに対する社会的信頼の保護とされている。横山 [1996], 131-133頁。
- 51) アメリカにも, 日本でいう「契約締結過程における情報提供義務」的考えも存在し, 契約締結前に“a general obligation of fair dealing” (公正な取引に関する一般義務) を課すか否かという議論がなされることがある。しかし, それは日本よりはるかに限定的である。詳しくは, Farnsworth [1987]参照。
- 52) 萬澤 [2002] 参照。
- 53) 例えば, 佐久間 [2008], 435-437参照。

参考文献

- 道垣内弘人 [2008], 『ゼミナール民法入門 [第四版]』日本経済新聞社。
- 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘 [2006], 『証券取引法』青林書院。
- 河本一郎・大武泰南 [2008], 『金融商品取引法読本』有斐閣。
- 河本一郎・関 要 [2008], 『逐条解説・証券取引法 [三訂版]』商事法務。
- 川村正幸編 [2010], 『金融商品取引法』中央経済社。
- 岸田雅雄・森田章・近藤光男編 [1999], 『神崎克郎先生還暦記念・遂条・証券取引法一判例と学説一』商事法務。

- 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎 [2009], 『金融商品取引法入門』商事法務。
- 萬澤陽子 [2002], 「証券取引とコモン・ロー上の詐欺の訴え—米連邦証券取引法制定以前のニュー・ヨーク州の判例を中心として—」国家学会雑誌第115巻7・8号132-191頁。
- 王冷然 [2010], 『適合性原則と私法秩序』信山社。
- 佐久間毅 [2008], 『民法の基礎1』有斐閣。
- 清水俊彦 [1999], 『投資勧誘と不法行為』判例タイムズ社。
- 内田貴 [2011], 『民法Ⅱ [第三版]』東大出版会。
- 横山美夏 [1996], 「契約締結過程における情報提供義務」ジュリ1094号128-138頁。
- Bogert, George Gleason [1936], *The Law Of Trusts*, West publishing.
- Cohen, Manuel F. & Rabin, Joel [1964], "Broker-Dealer Selling Practice Standards: The Importance of Administrative Adjudication in their Development", *Law & Contemp. Probs.* Vol. 29 pp. 691-727.
- Farnsworth, E. Allan [1987], "Precontractual Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations", *Colum. L. Rev.* vol. 87, 217-294.
- Hazen, Thomas Lee [2009], *Securities Regulation* (6th ed.), vol. 5, Thomson Reuters.
- Jacobs, Arnold S. [1972], "The Impact of Securities Exchange Act Rule 10b-5 on Broker-Dealers", *Cornell L. Rev.* vol. 57, pp. 869-973.
- Loss, Louis & Seligman, Joel [2003], *Securities Regulation* (3rd ed.), vol. 7, Aspen Publishers.
- Loss, Louis & Seligman, Joel [2004a], *Securities Regulation* (3rd ed.), vol. 8, Aspen Publishers.
- Loss, Louis & Seligman, Joel [2004b], *Fundamentals of Securities Regulation* (4th ed.), Aspen Publishers.
- Rapp, Robert N. [1998], "Rethinking Risky Investments for that Little Old Lady: A Realistic Role for Modern Portfolio Theory in Assessing Suitability Obligations of Stockbrokers", *Ohio N.U.L. Rev.* vol. 24, pp. 189-279.

(当研究所研究員)