



# 市場仲介者の投資勧誘における民事責任：投資者保護を中心として

廖，大穎

---

(Degree)

博士（法学）

(Date of Degree)

1995-12-20

(Date of Publication)

2013-10-29

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲1452

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.11501/3116800>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1001452>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



神戸大学大学院法学研究科 博士学位論文

# 市場仲介者の投資勧誘における民事責任

投資者保護を中心として

専攻：私法（商法）

指導教官：神崎克郎 教授

学籍番号：901D011J

氏名：廖 大 穎

神戸大学大学院法学研究科 博士学位論文

# 市場仲介者の投資勧誘における民事責任

投資者保護を中心として

専攻：私法（商法）

指導教官：神崎克郎 教授

学籍番号：901D011J

氏名：廖 大 穎

# 市場仲介者の投資勧誘における民事責任

投資者保護を中心として

第一編 序論	1
第1章 問題の所在	2
第1節 問題意識の形成： 台湾における金融市場構造の偏差と金融制度の再整備の課題 (2)	
第2節 市場仲介者の投資勧誘に関する考察 (5)	
第1款 投資勧誘規制の研究課題	
第2款 投資勧誘における民事責任制度の課題	
第2章 本論文における研究範囲と構成	10
一 米国法	
二 日本法	
三 台湾法	
第二編 米国法における投資勧誘規制と責任	13
第1章 投資勧誘に関する米国法の対応	14
第1節 証券・商品取引における市場仲介者の法的地位 (14)	
第2節 コモン・ローにおける信任義務の適用の検証 (16)	
第1款 代理制度における信任義務の理論	
第2款 裁判例における信任義務の適用制限	
第3款 市場仲介者の信任義務の課題	
第3節 投資勧誘に関する法的規制の展開 (26)	
第1款 証券・商品取引諸法の基本的な考え方	
第2款 SEC・CFTCにおける投資者保護の規制	

## 目 次

第3款 自主規制	
第2章 詐欺禁止規制における不当勧誘の民事責任	43
第1節 詐欺禁止条項における私的訴権 (44)	
第1款 1946年 Kardon 事件判決の影響	
第2款 黙示訴権の理論	
第2節 不当勧誘の民事責任 (50)	
第1款 不当勧誘の概念	
第2款 詐欺禁止規制の法的立場	
第3款 判例法における詐欺禁止規制の適用の検討： 市場仲介者による不当勧誘の問題を中心にして	
第1項 投資勧誘の不実表示	
第2項 適合性原則	
第3章 投資勧誘の不実表示責任	72
第1節 不実表示の法理論 (73)	
第2節 米国における不実表示法理の展開 (75)	
第1款 コモン・ローにおける不実表示と不法行為責任	
第2款 エクイティにおける不実表示と擬制詐欺責任	
第3節 不実表示による詐欺責任の構成 (79)	
第1款 詐欺行為	
第2款 重要事実の不実表示	
第3款 市場仲介者の不実表示への信頼と因果関係	
第4款 詐欺行為の法律効果	
第4章 米国法における詐欺理論モデルの検討	95
第1節 不当勧誘の詐欺責任構成理論 (95)	
第2節 裁判例における自己責任原則の示唆 (98)	
第三編 日本法における投資勧誘規制と責任	101

第1章 投資勧誘制度の法的考察	102
第1節 投資勧誘の理論 (102)	
第2節 投資勧誘規制の展開 (103)	
第1款 投資勧誘行為の法的構成	
第2款 投資勧誘規制における仲介業務のあり方	
第1項 市場仲介行為の基本態度	
第2項 投資者の理解の要請	
第3項 適合性原則の要請	
第3款 立法規制：違法勧誘の禁止	
第3節 勧誘規制違反の私法上の効力に関する論争 (119)	
第2章 不当勧誘の民事責任	130
第1節 不当勧誘の問題 (130)	
第2節 不法行為責任の検討 (133)	
第1款 裁判例における不法行為責任の構成	
第2款 損害賠償請求要件	
第3款 不法行為責任構成理論の問題点	
第3節 契約責任の展開の試論 (147)	
第1款 契約交渉段階における付随義務の考察	
第2款 説明義務の違反	
第1項 投資勧誘における説明義務の範囲	
第2項 契約責任の法的構成	
第3款 「契約締結上の過失」理論適用の検討	
第4款 説明義務違反の法的効果	
第5款 契約責任追及の限界	
第3章 法目的の実現と投資勧誘の仲介行為	165
第1節 ディスクロージャー制度における投資勧誘の問題 (166)	
第1款 開示情報の確保と詐欺的な行為の防止	

## 目 次

第2款	投資勧誘における情報提供の補完機能	
第2節	不公正取引行為規制における投資勧誘の接点： 相場操縦的行為の疑惑（171）	
第1款	本州製紙仕手株の投資勧誘問題	
第2款	東急電鉄の大量推奨販売の問題	
第3節	投資勧誘における自己責任原則と投資者保護の役割（176）	
第4章	日本法における不当勧誘理論モデルの検討	179
第1節	民法上の不法行為法論と契約法論の交錯（180）	
第2節	投資勧誘における説明義務の新課題（182）	
第四編	台湾における投資勧誘規制の現状と問題点	186
第1章	証券・商品市場規制の考察	187
第1節	証券・商品取引における市場仲介者の規制（187）	
第2節	市場仲介業務に関する行為規制の整備（191）	
第1款	営業規制と行政監督の体系	
第2款	投資勧誘の行為規範	
第3節	詐欺禁止規制（208）	
第1款	米国証券・商品取引規制の台湾への影響	
第2款	投資勧誘と詐欺禁止規制	
第2章	投資勧誘に関する民事責任論の試み	213
第1節	比較法的考察（213）	
第1款	米国法における詐欺理論の示唆	
第2款	日本法における不当勧誘責任理論の形成	
第1項	詐欺禁止規制の空文化現象	
第2項	判例法における不法行為責任の法理	
第3項	自己責任原則と過失相殺	
第2節	台湾法における不当勧誘の民事責任の検討（219）	

目 次

第1款 違法勧誘と詐欺責任

第2款 投資勧誘規制における民事責任の展開と課題

第1項 規制違反と不法行為

第2項 勧誘行為における契約法上の責任

第五編 市場仲介者の投資勧誘に関する展望 . . . . . 230

第1章 市場仲介行為の課題 . . . . . 231

第1節 市場仲介者行為の国際的調和 (232)

第1款 証券監督者国際機構 (IOSCO) の行為規範原則の考察

第2款 証券取引審議会報告書

第2節 投資者保護と市場仲介者制度 (236)

第2章 市場仲介者の専門家の責任 . . . . . 241

第1節 専門家的地位 (241)

第2節 米国法における専門家責任理論の原点と裁判例の展開 (242)

第3節 専門家責任法理の課題 (244)

結語 . . . . . 249

第一編 序 論

## 第1章 問題の所在

### 第1節 問題意識の形成：

#### 台湾における金融市場構造の偏差と金融制度の再整備の課題

バブル経済の最盛期である1989年、台湾では「富裕的不良循環」という見出しの新聞記事が掲載された。この新聞記事には、「金融操作に熱中することは、投機取引を煽らせたり、ヤミ経済を助長させたりして、悪性のサイクルを形成するに過ぎないのである」とあり、台湾市場の投機性を明かに指摘している。しかも、そのような社会「財富」の形成は、それにより台湾に社会的危機をもたらすというのである<sup>(1)</sup>。

この点について、行政院（＝総理府相当）研究発展考核委員会は重視する態度を示し、対応策として台湾経済における「地下金融活動の問題」を今後の研究の重大な課題としている。確かに、経済学者により指摘されるように、台湾の経済市場には正規の金融体系および「地下」金融体系が並存している。このような台湾における金融の二重構造の下では、「地下」金融市場は企業にとって、必要な資金調達ができる場所であり、高度の経済成長を支えるものであって、それはまた台湾経済にとって不可欠の存在とも言われている<sup>(2)</sup>。

ところが、台湾経済の発展とともに、この金融体系の二重構造は相応しいものでなくなり、むしろ金融市場の秩序形成にとり影響を大きく及ぼし、かえってそれが阻害の要因となってきたのである。金融の自由化・国際化の時代において、台湾は「地下」金融の存在のために、国際環境の変化に対する適応性を失い、その金融体系の整備が困難に

---

<sup>(1)</sup> 「地下投資公司何去何從？」経済日報1989年7月24日参照。

<sup>(2)</sup> 足立宏文「台湾の証券市場の現状と展望」資本市場43号58頁は、地下金融市場は、今なお台湾経済のなかで大きな影響力を有し、その規模が正規の預貸市場に匹敵するものであると指摘する。

なると指摘されるに至った<sup>(3)</sup>。

一方、国際経済の急激な変動にもかかわらず、「地下」金融の発展は考えられないほどの急ピッチで伸展していく。そこで、台湾政府は、健全な金融・資本市場の再建を目的として、一連の金融制度改革を実施し、目前の金融「危機」に対応せざるをえなくなる<sup>(4)</sup>。すなわち、1987年外国為替法の改正、1988年証券取引法の改正、1989年銀行法の改正、1992年海外先物取引委託法の制定、1993年先物取引法の制定等の措置がそれである。

しかしながら、このように台湾において「地下」金融活動が急速に発展すると同時に、証券取引、および商品（先物）取引に対する国民の理解を喚起させることは、そのこと自体証券市場および商品市場に対する不信と挑戦を生ぜしめることになると、行政院研究發展考核委員会も指摘している。すなわち、「地下」金融によるマネー・ゲームの行方は、株式市場や海外先物市場への異常な投機売買を意味する。その結果、1989年の株式流通市場では、年間売買回転率が590.14%にも達し、証券取引が投機的であるという著しい兆候を示した<sup>(5)</sup>。一方、先物取引については、国民はそれを市場取引のリスク・ヘッジという経済的機能を理解していないまま、悪質な業者に勧誘され、錬金術としての投資活動であるとの認識が定着しつつある<sup>(6)</sup>。このようなことは、証券取引市場および先物取引市場にとって、その経済的機能を歪める原因の一つとなり、かつ台湾金融体系の健全な発展に対しても、マイナスの影響をもたらす恐れがあると考えられる。

金融制度改革自体は、時代変化および問題解決を背景として、相応しい新制度を導

---

<sup>(3)</sup> 行政院研究發展考核委員会『防制地下金融活動問題之研究』（1989年）90頁は、バブル経済の最盛期には、おおよそ「地下」金融取引をしている投資者は約200万人であり、その投資金額はおおよそ3000億 NTドルないし6000億 NTドルに達すると概算している。

このような膨大・巨額な「地下」金融活動は、国の経済活動に深刻な影響を与えるのみならず、金融市場および社会上の秩序をも害する恐れがあると指摘されている。

<sup>(4)</sup> 行政院研究發展考核委員会・前掲書（註3）19頁は、資金供給と需要の関係において、適当かつ合法的に市場を満足させるものがないために、「需求失衡差距」の現行金融体系を離れて、「地下」金融市場がしっかり形成されていることが求められ、これがその発生の原因であると指摘している。

<sup>(5)</sup> 『中華民國82年度金融証券年鑑』（経済日報社・1993年）701頁参照。

<sup>(6)</sup> 天下雜誌1989年10月号156頁は、目前先物取引に対する法制度を定めかねるため、政府は、先物取引の管理対策につき不十分であるという。したがって、台湾にある「地下」先物取引業者は、法令が不整備のため、順調に発展することが期待できず、恐らく9割近くの業者が顧客に「玉を呑む」という不正行為をおこなってしまうと指摘されている。

入しようとするものである。そのうち、とりわけ1988年証券取引法の改正は、証券市場におけるディスクロージャーの強化、内部者取引の禁止による公正取引の確保、新たな証券会社の設立・管理制度など、金融の国際化・自由化の時代に対応するための証券取引制度を再構成しようとするものである。他方、1992年海外先物取引委託法の成立および1993年先物取引法の制定によって、海外の先物取引市場の指定をはじめ、先物業者管理制度の育成、さらに国内先物市場の設立まで、健全な先物市場を目指すものと思われる。

このように台湾政府は、新しい金融政策の導入により健全な証券市場・制度および公正な取引規制を整備すると同時に、「地下」金融市場に関する諸問題の解決策として、台湾金融・資本市場の国際化の促進を目指していると考えられる。しかし、指摘されるように、台湾市場は日々の株価変動が激しい「投機市場」というイメージが定着しており、しかも、その投機市場形成の役割を果たしてきたのは、証券会社自体にほかならないと言われている。流通市場を中心とする台湾の証券市場においては、証券会社の主要業務はブローカー業務であり、その手数料収入が会社の経常収益の柱であるため、今回の法改正における証券会社の認可基準の緩和、すなわち免許制から登録制へ移行することは、証券会社間の業務競争を激化させていくものとも見られるからである<sup>7)</sup>。いずれにせよ、証券市場の健全性については、仲介機能を担当する証券会社に対する規制が重要な位置を占めている。

「投資」という名の下に先物取引を仲介する業者にとっては、先物取引に関する諸法律の成立によって、合法的な地位を得て、先物取引に関する営業ができることになった。また、合理的な市場開放の金融政策による「地下」金融市場の縮小のため、政府にとっても、正常な経済構造の下に先物市場が順調に発展することが予測できることとなり、

---

<sup>7)</sup> 坂野幹夫「台湾金融資本市場の現状と問題点」証券研究100巻122頁、足立・前掲論文（註2）64頁参照。

金融自由化とともに、先物市場が先物取引の役割を果たしうると考えられる<sup>(8)</sup> <sup>(9)</sup>。

本論文は、証券・商品（先物）取引における市場仲介者の投資勧誘を重要課題とし、本論文の中心テーマに設定することとする。

## 第2節 市場仲介者の投資勧誘に関する考察

### 第1款 投資勧誘規制の研究課題

証券市場および先物市場は、資本主義経済において重要な部分を構成しており、国民経済にかなり重要な役割を果たしている。証券市場とは、証券の発行市場と流通市場からなる。現代の資本主義社会においては、株式会社は株式および社債の発行を通じて、証券市場における資金調達を可能にするが、一般の投資者は、その有価証券を取引の対象として、証券市場において有効に資産運用をすることができる。証券市場は国民経済の金融構造につき、資金調達機能と資金運用機能の両面を有している<sup>(10)</sup>。

これに対して、先物市場は、将来の一定時期における商品価格の形成市場である。現代の経済構造においては、相場価格の変動が現実の商品の値段に影響を及ぼしやすいため、価格が大きく変動する商品取引に従事する企業は、先物市場を利用し、反対売買による差金決済によって商品価格変動のリスクをヘッジすることができる。これはまた、

---

<sup>(8)</sup> 行政院研究發展考核委員会・前掲書（註3）157頁は、「地下」金融の防止対策としては、正式の投資ルートの合法化および金融取引の開発であり、それは最も有効的な方法とされている（座談会・陳木在金融局長発言）。

さらに、もともと制限されるべきではない金融活動を自由化・合法化させることが重要であるという。それによれば、すべての金融活動は、法律の定めに従わなければ取引ができないのため、逸脱の「地下」金融が少なくなる。却って、それを禁止する一方で、それが法律で規制されることは難しく、期待しがたいのであるとされている（同座談会・殷乃平教授発言）。

<sup>(9)</sup> 専庭禎「商品期貨交易之研究」經濟部商業司叢書（15）135頁によると、経済自由化・国際化の政策の下において、經濟部（通産省相当）は1988年7月1日物資大量輸入の制限を自由化させ、「聯合採購」制度を撤廃させることになった。そのために、製造業メーカーが生産物資価格の変動をリスク・ヘッジする必要があるとすれば、海外商品先物取引はメーカーに対し、リスク・ヘッジを提供する合法的な選択が不可欠であると指摘している。

<sup>(10)</sup> 日本証券経済研究所『新版現代証券事典』（日本経済新聞社・1992年）18頁は、金融構造と証券取引の側面から、証券市場の機能を詳しく解説している。

なお、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣・1984年）375頁、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣・1993年）1頁は、証券市場の経済的機能が資本主義経済体制に不可欠なものであるとしている。

企業経営におけるリスクを市場取引に移転することでもあり、市場経済の発展と同時に、欠かすことのできない金融取引上の一つの調整機能と言われる所以でもあろう<sup>(11)</sup>。

ところで、証券会社と先物業者は、証券取引および先物取引を機能させることにおいて中心的な役割を果しており、いわば取引市場の中核と言うべきものである。すなわち、証券取引に関しては、発行市場における企業と不特定多数の投資者との取引も、流通市場における不特定多数の投資者相互間の取引も、いずれも証券会社を通じなければ、取引が行なわれない<sup>(12)</sup>。また、先物市場における売買取引の主体も、上場商品構成物品取引の売買、媒介、取次、生産または加工を業とする者、あるいは取引の受託業務とする商品取引員の先物業者に制限されている。そのため、先物市場において投資者が取引しようとするれば、先物業者を通じなければならないことになる<sup>(13)</sup>。

このように、証券・商品取引については、証券会社または先物業者が市場を仲介する大きな役割を果しており、証券会社および先物業者は、取引市場の機構として投資者と直接に接触する。したがって、証券・商品市場においては、投資者を対象として証券会社または先物業者による投資勧誘の行為は、証券・商品先物取引における専門業者の投資指導と等しく、投資者の投資決定に重要な影響を及ぼすものであると指摘される<sup>(14)</sup>。一般の投資者は、証券会社や先物業者とその取引の専門家と考えるだけに、専門家からの投資勧誘に従えば、投資活動はまず間違いないと確信して取引を委託することが通常であろう。

証券・商品取引の専門家として、証券会社および先物業者が投資者に対し、投資勧誘

---

<sup>(11)</sup> 『商品先物取引制度の概要』（全国商品取引所連合会・1989年）9頁によれば、先物取引の最大の利用目的としては、価格変動に対するヘッジ機能、すなわち「保険つなぎ」にあると言われる。

また、専庭禎・前掲書（註9）7頁は、米国の先物市場についての経済的役割は、相場価格の変動による経営リスクの移転、および経営コストの調整を果たしていると指摘する。

<sup>(12)</sup> 日本の証券市場において、売買取引の主体は証券取引所の会員である証券会社のため、証券市場に関する売買取引が証券会社しか行なわれないとする（証券取引法90条、107条）。

これに対し、台湾証券交易所（取引所）が株式会社の組織としている。だが、証券市場における売買取引の主体は、証券会社に制限される（証券交易法157条）。

<sup>(13)</sup> 日本の先物市場における取引主体の規制は、証券取引法と同じように、会員組織の取引所のため、先物取引は会員でなければ行えない。そして先物取引の委託は、商品取引員でなければ受けてはならない（商品取引所法41条3項）。

<sup>(14)</sup> 神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座（6）』（日本評論社・1991年）157頁参照。

を行なった場合、当事者の地位に鑑み、投資者保護が極めて重要な課題である<sup>(15)</sup>

証券会社または先物業者による投資勧誘が適切さを欠くときには、投資者がそれを信じて投資判断の基礎として、証券取引または商品先物取引を行なった場合、投資者の利益が侵害されることになるおそれがある。特に、今日発生しつつある消費者取引の被害を例として見る場合、それは典型的・構造的な悪徳商法の一つであり、詐欺的被害の事例の一つとも言われるものであろう<sup>(16)</sup>。それにもかかわらず、投資者に積極的な投資意欲を生ぜしめるため、証券会社または先物業者による投資勧誘が不当に行なわれるならば、それは市場機能を歪曲し、金融秩序を破壊し、さらには経済発展をも阻害することになりかねない。

現時点の台湾証券・先物市場は、取引制度・市場構造の再整備、および金融政策の国際化・自由化へと進んでいく。この市場制度の改革とともに、市場仲介を担う証券会社または先物業者に対する健全な営業姿勢・勧誘行為を要求することは、投資勧誘規制の整備が市場秩序・信頼を維持し、不公正取引の予防効果を有し、国民経済の適切な運営および投資者の保護に不可欠なものとして、証券・先物市場の整備に関する重要な課題になる。

## 第2款 投資勧誘における民事責任制度の課題

証券会社及び先物業者は、市場の担い手として、証券・商品市場において中心的役割を果たしている。とりわけ、証券・商品受託業務では、証券会社または先物業者が投資者とつながる唯一の市場仲介者である。したがって、証券・商品取引における投資者保護の課題、とりわけ投資勧誘に関しては、市場仲介者の営業態度の健全性および売買取引における公正さの確保が極めて重要である<sup>(17)</sup>。

---

<sup>(15)</sup> 竹内昭夫=道田信一郎=前田 庸=龍田 節=手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）529頁は、証券取引においては、証券会社が専門家であるとの立場から、その顧客である一般投資者との関係は最初から対等ではないため、投資勧誘における投資者の保護が大きな課題としている（龍田）。

<sup>(16)</sup> 1980年代、日本の豊田商事、投資ジャーナル事件と同様に、台湾には「鴻源機構案」が消費者金融詐欺事件として表面化した。「鴻源」事案は、行政院研究發展考核委員会・前掲書（註3）92頁参照。

<sup>(17)</sup> 蓮井良憲「証券取引と投資者保護」『新版企業・経営と法』（有斐閣・1983年）145頁、鈴木=河本・前掲書（註10）316頁、頼源河「証券商之管理」証交資料319号1頁参照。

投資勧誘の規制は、市場仲介者の証券会社及び先物業者に対する営業態度の健全性を保持するために、事前の予防規制と事後の制裁規制とともに、行政的指導・監督体制に法的根拠をあたえて強化するのが普通である。しかし、しばしば指摘されるように、このような不当勧誘に起因する投資者の被害に対しては、行政的対応が不十分なため、損害の回復という民事上の法的救済こそ、当該被害を受けた投資者が望むものである<sup>(18)</sup>。すなわち、市場仲介者が投資勧誘規制に違反して民事責任を問われる法律制度は、投資勧誘の規制とともに、証券・商品市場の健全性と公正性の確保のためには、不可欠なものである。ところが、証券・商品取引法において、証券会社または先物業者が勧誘規制に違反した場合の民事責任規定は存在していない<sup>(19)</sup>。そのため、不当勧誘により証券・商品取引の被害を被った投資者が民事救済を求めるためには、民事損害賠償制度の法解釈論に依存しなければ、投資勧誘に関する民事責任制度の活性化が期待できないと思われる。

投資勧誘に関する民事責任制度については、以下のような問題点が解決されないかぎり、法的規制の充実は極めて難しい。まず、「不当勧誘」概念の確定というものである。市場仲介者の勧誘行為が適切であるか、不当であるかを区別し、不当勧誘の概念を定義することは非常に困難である。そして、証券・商品市場における民事上の責任追及が簡単ではないことである。いわゆる市場取引の特殊性からすれば、私法上、当事者間の法的地位が相対関係に基づく伝統的な民法理論は、新たな問題点を迎えるようになっている。とりわけ、民事責任制度における因果関係と損害論については、今後大きな課題として残されると思われる。さらに、証券会社および先物業者が一般投資者に対し、証券・商品取引に関する専門家の地位にあるための格差が大きく、非対等な法律関係が投資者保護の法目的に重要な役割を果すことを看過してはならない。

証券会社または先物業者の不当勧誘については、投資勧誘規制の違反行為を主として

---

<sup>(18)</sup> 山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）339頁、浅井岩根「先物取引被害の実態と救済」判例タイムズ701号77頁参照。

<sup>(19)</sup> 志村治美「証券取引法上の民事責任」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）558頁は、証券取引法中の民事責任については大別して、一つは開示に関するもので、もう一つは不公正取引に関するものであるとしている。

いる場合には、市場仲介者に不法行為責任を追及することが一般的である<sup>(20)</sup>。すなわち、市場仲介者の不当勧誘問題については、当該委託契約の有効・無効を争点としていた早期の裁判例では、当該委託契約の有効・無効にかかわらず、不当勧誘行為の不法行為責任を追及し、市場仲介者に損害賠償を請求する民事上の法的救済という傾向が現われていたようである<sup>(21)</sup>。勧誘行為の違法性を強調しながら、市場仲介者に対して不法行為法上の責任を負わせる判例の見解は、投資者保護のために有効な方法であるが、しかし不当勧誘による有効な契約に基づき、不法行為責任を追及するのは、法理論上の構成に不都合な問題点が少なくないと指摘される<sup>(22)</sup>。しかし、不当勧誘に関する市場仲介者の責任を不法行為法に依拠する判例の傾向が支配的であるが、投資勧誘における契約的接触の特質を検討の重点に置けば、市場仲介者による不当勧誘行為を契約法上の責任と構成するほうが、より木目の細かい処理が可能である。さらに、証券・商品取引に関する専門的知識・情報の格差が大きいために、専門家としての「高度」の義務を前提とする契約法上の民事責任が論じられるとしている<sup>(23)</sup>。

したがって、不当勧誘の問題を中心にして、とりわけ市場仲介者の民事責任を検討することが、本論文における投資勧誘規制研究の主要対象である。

---

<sup>(20)</sup> 河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）167頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会・1995年）136頁参照。

<sup>(21)</sup> 名古屋消費者問題研究会『判例消費者取引法』（商事法務研究会・1991年）223頁参照。

<sup>(22)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為」判例タイムズ853号23頁は、不当勧誘による不法行為責任の構成については、重要な領域となっているが、未だ十分論じられていない部分が多いようであると指摘する。

<sup>(23)</sup> 山下・前掲論文（註18）340頁参照。

## 第2章 本論文における研究範囲と構成

本論文は、不当勧誘に関する市場仲介者の民事責任を中心に考察する。

投資勧誘が不実表示によって行なわれるとき、または不実表示以外の不当な方法による勧誘によって行なわれるとき、市場仲介者の損害賠償責任が生ずる。そして、このような不当な投資勧誘による民事責任は、米国法においては詐欺禁止規制違反の問題であり、日本法においては不法行為法を中心に市場仲介者の民事責任について論議するのが一般的である<sup>(1)</sup>。

まず、台湾の金融制度の再整備における健全な証券・商品市場の育成をきっかけに、市場仲介者である証券会社および先物業者の投資勧誘という問題が顕在しているため、投資者保護は重要課題の一つと思われ、市場仲介者の投資勧誘規制が研究テーマとなる。そこで、日本およびアメリカの市場法制を考察の対象とし、投資勧誘の問題を全般的に検討するつもりである。以下では、本論文についての主な構成を概略しておきたい。

### 一 米国法<sup>(2)</sup>

長い歴史を経て発展してきたアメリカの証券・商品取引法体系は、非常に精緻かつ複雑で、証券・商品取引の先進国として最も重要なものである。世界各国の証券・商品市場制度は、アメリカ法を範として形成されており、アメリカにおける証券・商品詐欺事件や訴訟の経験は、比較法的立場から言えば、投資勧誘に関する市場仲介者の民事責任の研究に大きな参考価値があると思われる。

そこで、米国法については、第一に、市場仲介者の法的地位をはじめ、証券・商品取引に関する投資勧誘規制の展開について述べる。そして、第二に、不当勧誘の民事責任と詐欺禁止規制について不当勧誘を中心に考察し、とりわけアメリカにおける豊富な判例の法的解釈を投資勧誘規制研究の模範的な素材として、市場仲介者の民事責任を検討する。なお、市場仲介者に詐欺責任を追及する不実表示の理論は、不当勧誘に対する詐

---

<sup>(1)</sup> 黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(1)」法学協会雑誌105巻1631頁参照。

<sup>(2)</sup> 米国法における投資勧誘規制と責任については、本論文第2編としている。

欺禁止規制の適用に重要な役割を果たしていることを認識したうえで、これを投資勧誘規制の第三の研究課題として取り上げる。

## 二 日本法<sup>(3)</sup>

日本法については、まず証券・商品取引に関する投資勧誘制度の考察を中心にして、規制違反の問題を検討し、そして市場仲介者の民事責任論を展開する。とりわけ、一般投資者が、自ら契約する取引の内容を十分に理解していないうちに、証券会社または先物業者の勧誘に応じて投資決定を下し、被害を被った場合の市場仲介者の民事責任を、考察の対象とする。

そして、不当勧誘における市場仲介者の民事責任論を中心とした本論文は、不法行為法よりも、むしろ契約法上の問題としてこれを研究する方向へ展開していく。すなわち、証券・商品取引の委託契約を締結するための勧誘行為について、本質的には契約の誘引行為であるために、経済活動における投資勧誘の法的性質、およびこの投資勧誘における契約交渉の過程を契約法上の課題として、投資勧誘の民事責任を論ずることは、極めて大きな意義を有しているものと考えられる。

## 三 台湾法<sup>(4)</sup>

台湾における金融制度の問題は、投資勧誘規制の研究にとり必要な基本認識として取り上げる。

このために、証券・商品市場規制を概観し、台湾における現行法制の基本認識を備えたうえで、投資勧誘規制の法的考察を展開していきたいと考える。そして、日・米を中心として、比較法学の立場から外国法の投資勧誘規制を研究・考察し、台湾法における市場仲介者の民事責任問題に示唆を得たいと考える。

なお、証券・商品取引の仲介業務を行なう証券会社および先物業者の専門家的地位から、1990年証券監督者国際機構の行為規範原則をも参考にして、市場仲介者の行為を検討する課題が投資勧誘制度を育成し、市場仲介者における投資勧誘規制の再省察を展開

---

<sup>(3)</sup> 日本法における投資勧誘規制と責任については、本論文第3編としている。

<sup>(4)</sup> 台湾法における投資勧誘規制の現状と問題点については、本論文第4編としている。

するために、必要であると考え<sup>9)</sup>。

最後に、このような投資勧誘規制と責任の研究について日・米比較法学の検討・考察は、母国台湾の証券・商品市場の健全的な発展に寄与することのみならず、今後の投資勧誘問題への新展望を獲得することが、本論文作成の目的である。市場仲介者の投資勧誘行為に関して新たな法的理論を構築することができれば、証券・商品市場における投資者保護の課題に大きな役割を果たすであろうと思われる。

---

<sup>9)</sup> 市場仲介者の投資勧誘に関する展望については、本論文第5編としている。

## 第二編 米国法における投資勧誘規制と責任

## 第一章 投資勧誘に関する米国法の対応

米国においては、顧客のために証券取引または商品取引を行なう場合、その者をブローカーと称する。その活動は、顧客の委託により、証券会社または先物業者と証券・商品市場において売買取引を仲介する業務である。

米国の証券市場における仲介業者は、一般に Broker (仲買人) として存在するが、商品市場については、Futures Commission Merchants (FCM=商品取引員)、Introducing Broker (IB=取次仲買人)、Floor Brokers (FB=場内仲買人)、および Associated Persons (AP=個人業者) が商品取引の仲介業務を行なう者である<sup>(1)</sup>。本論文では、とくに商品市場の仲介業務を行なう FCM を念頭において検討する。

### 第1節 証券・商品取引における市場仲介者の法的地位

米国では、証券市場のブローカー業者は、1934年法3条(a)項4号に「他人の計算において、証券取引を業務として行なう者」と定義されている。同法は、ブローカーを、証券売買における代理人と本人との概念を使用して、自己売買を行なう dealer と区別し、証券取引の仲介を業務とする者と位置づけ、たとえば、顧客のために、第三者である相手方と証券売買を行なう brokerage house (証券会社) がそれに該たるものである<sup>(2)</sup>。

これに対して、米国の商品市場においては、商品取引所法の規定によれば、市場仲介の業務を行なう者として、FCM を規定している (同法2(a)(1)(A)条) が、FCM は、証券市場における証券会社の役割と機能に照らせば、まさに商品市場の brokerage house (商

---

<sup>(1)</sup> 米国商品取引所法2(a)(1)(A)条は、以下のよう定めている。

すなわち、商品取引員 (FCM) とは、商品市場の規約に基づき、先物・オプションの売買注文を勧誘し、その注文を執行するため、顧客から金銭、その他の資産を受け入れる個人又は組織である。そして取次仲買人 (IB) とは、登録を受けている個人業者 (AP) を除き、商品市場の規約に基づき、先物・オプションの売買注文を勧誘し、その注文を執行するため、顧客から金銭、その他の資産を受けて入れない個人又は組織である。さらに、場内仲買人 (FB) とは、商品市場の規約に基づき、取引所の立会場において実際に売買取引の注文を執行する者で、取引所の個人会員である。

<sup>(2)</sup> Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (2nd ed. 1988) p.604. なお、日本証券経済研究所=証券取引研究会『現代米国証券取引法』(商事法務研究会・1989年) 690頁(河本=木村) 参照。

品先物取引仲介業者) と言えるものである。FCM は、商品市場において先物取引をしようとする顧客に対し、取引口座の開設、さらにその顧客のニーズに合致した売買取引の執行につき、顧客と信頼関係に立つ者である。それは、証券会社 (brokerage house) に関する基本的業務および機能と同一であり、FCM は商品市場のブローカーであると指摘される<sup>(3)</sup>。

以上のように、顧客のために証券・商品取引をするという証券会社または先物業者の取次行為は、米国法によれば、ブローカーは顧客との間に売買委託関係を有し、顧客の代理人である<sup>(4)</sup>。すなわち、証券会社または先物業者を問屋とする日本法独自の法律概念は、英米法には存在しない。米国法においては、大陸法系のように直接または間接代理を区別せず、代理 (agency) の法理はすべて二当事者間の合意により、代理人 (agent) が本人 (principal) に代わって一定の行為をなし、その効果を本人に帰属させる制度である。そこで、代理人が本人の名をもって、本人のために行為をする代理、いわゆる顕名代理 (disclosed agency) の場合、または本人のために行なうことを隠し、代理人として行為をする代理、いわゆる非顕名代理 (undisclosed agency) の場合にしても、その法律関係いずれもが「代理」の法領域に属し、「代理」の規律に服しなければならない<sup>(5)</sup>。

証券・商品市場における仲介業務のブローカーは、委託者による個々の委託に基づき、自己の名をもって、委託者のために取引を締結し、執行する者である。したがって、そのように顧客の委託を受けて、証券会社または先物業者は、証券・商品市場において自己の名をもって、顧客のために取引を行ない、いわゆる "undisclosed agency" として、代理人の法的地位が認められる。

そこで、証券・商品市場における仲介業務に関して、証券会社または先物業者は、本

---

<sup>(3)</sup> Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Commodities Regulation*, Vol.1 (2nd ed. 1989) p.119.

<sup>(4)</sup> 竹内昭夫「証券会社と顧客の関係」『アメリカと日本の証券取引法(下巻)』(商事法務研究会・1975年) 413頁、高橋 弘『米商品先物市場発展史』(東洋経済新報社・1978年) 181頁参照。

<sup>(5)</sup> American Law Institute, *Restatement of The law*, Second Agency 2d, 4条参照。

なお、田中英夫「Undisclosed Principal」『英米法と日本法』(東京大学出版社・1988年) 181頁、大塚龍児「問屋の委託実行行為による生ずる法律関係の観点から見た agency の法理」『現代商法学の課題(下)』(有斐閣・1975年) 1219頁参照。

質的には、受任者 (fiduciary) であると言われる。すなわち、州法によれば、市場投資者とブローカーの間には信頼関係が存在することが認められるため、委託者 (本人) の金銭またはその他財産に関する売買の取り扱いに当たっては、ブローカーはかかる信頼関係を熟慮すべきである<sup>(6)</sup>。すなわち、ブローカーは、準受託者 (quasi-trustee) として、最大の善意および誠実をもって、取引を行なわなければならない者とみなされる<sup>(7)</sup>。

なお、自己売買を行なうディーラーと比較すれば、ブローカーは、「商品 (goods)」の販売業者ではなく、代理人として行為をする者のため、代理人であるブローカーは受任者 (fiduciary) の厳格基準に基づく責任を要求すべきであると主張される<sup>(8)</sup>。

## 第2節 コモン・ローにおける信任義務の適用の検証

### 第1款 代理制度における信任義務の理論

上述のように、証券・商品市場における仲介業務を行ない、投資者による取引の委託を受けるブローカーは、米国法の下では代理人の地位にある。

もともと英米法の代理においては、代理人は本人のために行動する義務を負い、法により、当事者の法律関係には当然に信頼関係 (confidential relation) が認められるのであり、さらに受託者は、その信頼関係とともに、信任義務 (fiduciary duties) を負うことになる<sup>(9)</sup>。信頼関係においては、本人の授権により権限を与えられると同時に、代理人が本人の最大の利益のため、代理の権限を尽くすべきことになり、信任義務が存在していると指摘される。この場合に、代理人は本人に対して、信任義務を有し、無私的で慎重かつ良心的に権利行使をしなければならない<sup>(10)</sup>。

とりわけ、取引に関する知識、能力につき、当事者間に格差があるとき、あるいはそ

---

<sup>(6)</sup> DeRance, Inc. v. Paine Webber, Inc. 807 F.2d 1312 (7th Cir. 1989) 事件について、第七巡回区控訴審裁判所は、取引上の優勢と影響のため、顧客がブローカーに信頼を依存する場合、Wisconsin 州法によれば、その信頼関係が成立すると判示している。

<sup>(7)</sup> Jerry W. Markham, Fiduciary Duties Under the Commodity Exchange Act, 68 Notre Dame Law Review 199 (1992) p.234.

<sup>(8)</sup> Sheldon M. Jaffe, Broker-Dealers and Securities Markets (1977) p.14.

<sup>(9)</sup> Austin W. Scott, The Fiduciary Principle, 37 California Law Review 539 (1949) p.541.

<sup>(10)</sup> Arthur J. Jacobson, Capturing Fiduciary Obligation: Shepherd's Law of Fiduciaries, 3 Cardozo Law Review 519 (1982) p.520.

の取引において、当事者間で他方に対して信頼、依存があるときには、“信任概念” (fiduciary concept) の拡大適用が、信託法理論の弾力性として現われるのである。そこで、この信任義務原則が適用される場合、裁判所により、不公正・不平等である取引を無効にし、不正義の事情を停止させることができるかと期待される。そのために、例えば、弁護士と依頼者との法律関係において、信任義務の適用が問題になるように、代理人としてのブローカーと委託者としての顧客との間には、社会的責任の実現のために、信任義務の拡大適用の対象とすべきものがあると指摘される<sup>(11)</sup>。

そこで、ブローカーは、その信任関係に基づき委託者の信頼を受け、委託者の利益のために行動し、投資助言を行なう義務を負う者であり、コモン・ロー上、受託者としての義務を負わなければならないのである。すなわち、信任義務を基礎としてブローカーは、その委託取引を執行するに際して、相当の勤勉と注意をもって、顧客のために行動すべき、いわゆる「注意義務」と、顧客の利益を犠牲にして自己の利益を図ってならないとする、いわゆる「忠実義務」が課せられる<sup>(12)</sup>。

その信任義務の原則に基づき、忠実義務は、受託者の顧客に対する最も重要かつ基本的な義務の一つであると言える。それによって、受託者として証券会社または先物業者は、自己の利益を行動の考慮に入れずに、もっぱら顧客の利益のために行動する義務を有するのである<sup>(13)</sup>。すなわち、信任義務の原則においては、受託者である代理人は、顧客を犠牲にすること、または顧客と競争関係に立ち、相互の利益が衝突するような受託事務の処理をしてはならない。すなわち、顧客から取引の委託を受ける証券会社または先物業者は、その代理人として、取引が対立し、または利益が衝突する状況において、自己または第三者の利益を得ることが、必然的に禁止されるべきであると思われる。

さらに、証券会社または先物業者は、注意義務を信任義務の原則における基本的義務として、負わなければならないのである。この注意義務は、受託者の地位に応じ、委託事務に関して相当の注意を払わなければならないものである。そこで、証券会社または

---

<sup>(11)</sup> Markham, *Supra* note (7) p.214.

<sup>(12)</sup> 竹内・前掲論文(註4) 418頁参照。

<sup>(13)</sup> Scott, *Supra* note (9) pp.540; Markham, *supra* note (7) p.210.

先物業者の注意義務については、神崎教授が指摘しているように、証券会社または先物業者が証券・商品取引に関する専門的知識と経験を有し、専門家として、証券または商品取引の委託を受ける市場の仲介業者であるため、その委託事務の処理につき、とりわけ取引売買の執行、および取引委託の勧誘に当たっては、高度の注意義務が要求されるといわれる<sup>(14)</sup>。

## 第2款 裁判例における信任義務の適用制限

以上のように、証券会社または先物業者が顧客の代理人として、私法上の信任関係における注意義務および忠実義務を有する一方、証券・商品取引関係諸法は、証券取引委員会（SEC）および商品先物取引委員会（CFTC）が、証券・商品市場における不公正取引の防止のため、行政立法の権限に基づき、証券会社または先物業者の取引業務に関する行為規制を定め、投資者保護の規制を強化することを期待している。さらに、証券・商品取引業界における自主規制として所属会員の行為規範が設けられることも、その信任関係を基礎として主張され、発展してきたのである<sup>(15)</sup>。

法理論としても、証券会社または先物業者は、特に売買委託の勧誘と執行に際して、顧客の代理人として働くのであるが、その顧客の信頼を受け、高度の注意義務ならびに忠実義務を尽くして、顧客の利益のために行動し、助言をすべき者であると有力に主張されている。

1934年証券取引所法の制定に関する下院委員会の報告においては、証券取引所法の採用に際し、証券市場の関係者には信任義務の要請が正直の保証（guarantee of straight shooting）と等しく期待されると指摘していた<sup>(16)</sup>。また、商品取引所法は、FCMのような者に対し、顧客の代理人としての責任原則を規定している。すなわち、Jerry W. Markham 教授が指摘するように、この代理人の責任は、買主・売主の法理（law of

---

<sup>(14)</sup> 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣・1975年）178頁は、証券市場における証券売買の委託事務の取扱に際して、証券会社は周到な専門家を標準として、高度の注意義務を要請すべきである、と示唆している。

<sup>(15)</sup> この点については、本章第3節で検討する。

<sup>(16)</sup> H.R. Rep. No.1383, 73d Cong., 2d Sess.(1934) p.5.

vender-vendee) が適用されず、むしろ信頼関係を前提として、取り扱われるものである<sup>(17)</sup>。証券・商品市場の取引機関とする証券会社または先物業者が、顧客の代理人として、信頼関係に従うべき立法的対策には認められる。米国証券取引委員会および商品先物取引委員会の審決は、証券会社または先物業者のブローカー行為につき、その業務範囲における信頼関係の存在を肯定し、ブローカーの信任義務を認めている<sup>(18)</sup>。

ブローカーの信任義務を肯定する最も有名な審決は、Gordon v. Shearson Hayden Stone Inc. 事件における商品先物取引委員会の判断である。すなわち、Gordon 事件では、顧客との間において本人・代理人関係を有する商品取引の専門家である FCM に対し、同委員会は信頼関係の存在を肯定し、ブローカーに信任義務を負わせるべきであると述べている。それは、顧客との本質的關係に基づき、代理人は受任者として、特有の注意義務と程度が課されるのであるとしている<sup>(19)</sup>。さらに、Gordon 事件においてブローカーの信任義務につき、商品先物取引委員会は以下のように具体的に説明している。つまり、商品取引の投資勧誘をする際にして、顧客へ投資助言を提供するブローカーは、受任者として、すべて重要な、特に顧客の投資決定に関係ある合理的、かつ確信的な市場情報を知るべきである。そして、ブローカーは信頼関係に基づき、顧客に対しその重要な市場情報を開示すべき義務を有するのである<sup>(20)</sup>。

米国の学者が指摘するように、Gordon 事件では、行政審決の権限を有する商品先物取引委員会が、FCM のようなブローカーが顧客の代理人として、信頼関係の存在とともに、認識義務および開示義務を負うことを肯定している。もしも、ブローカーが過失により市場情報を認識しなかったり、顧客に対し情報を開示しなかったりすれば、代理人としてのブローカーは、善意を持たずに、信任義務に違反することを理由に、商品取引所法 4b 条の詐欺禁止条項に該当すると言われる<sup>(21)</sup>。これは、義務違反によるブローカーの単純な行為が、詐欺的意図 (Scienter) の有無を問わずに、擬制詐欺として詐欺禁

---

<sup>(17)</sup> Markham, *Supra* note (7) p.236.

<sup>(18)</sup> Jerry W. Markham, *Commodities Regulation: Fraud, Manipulation & Other Claims*, Vol.13 (1989) p.6-19.

<sup>(19)</sup> Gordon v. Shearson Hayden Stone Inc., [1980-1982 Transfer Binder] *Comm. Fut. L. Rep.* (CCH) 21,016 p.23,915 (C.F.T.C. 1980).

<sup>(20)</sup> *Id.*

<sup>(21)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (3) Vol.2, p.128.

止条項を適用し、詐欺的な不正取引に対し商品先物取引委員会の行政的な見解を支持する重要なポイントではないかと思う。

商品取引所法 4b 条の詐欺禁止条項における詐欺的な意図の有無に関しては、その論争が、Gordon 事件の行政審決を契機として、裁判所の司法判断にも影響を与えているようである。この問題については、次章において詳しく検討したいと考える<sup>(22)</sup>。

ところで、顧客に対するブローカーの信任義務についての米国の裁判所による司法上の見解は、原則としてそれを肯定しているが、必ずしも一致しているわけではない。まず、Nevada 州の連邦地方裁判所は、Woods v. Reno Commodities, Inc. 事件において、ブローカーと顧客との信任関係を認めながら、さらに FCM の先物業者に、顧客にすべての重要情報を完全かつ公平に開示し、最大の善意を尽くす責任を課すべきであると述べている<sup>(23)</sup>。また、第 8 巡回区控訴裁判所も、ブローカーと顧客との間に信任関係が存在していると確認している<sup>(24)</sup>。また、Irvine v. Cargill Investor Services, Inc. 事件において、第 11 巡回区控訴裁判所は、以下のように指摘した。すなわち、ブローカーは、その信任義務の違反に対し、禁反言、または権利の放棄、あるいは顧客の追認を抗弁として主張することは許されないとしている。ブローカーについての裁判所の見解においては、高いレベルの信任義務を要求するのは、そこに公共政策の利益が明白に存在しているためであると言われる<sup>(25)</sup>。

ブローカーに対し信任義務を肯定する一方、裁判所によるその信任義務を制限的に肯定する司法判断の事例も、少なくない。特にブローカーと顧客との間の取引関係の実際の態様を重視し、ブローカーに信任義務を課すべきかどうか争点となる。

まず、Robinson v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 事件においては、第 5 巡回区控訴裁判所は以下のように判示していた。すなわち、同裁判所は、証券取引に関し顧客は全く知識を有せず、または決断力がない場合、あるいは明文の投資顧問契約が存在

---

<sup>(22)</sup> Hammond v. Smith Barney, Harris Upham & Co. [1987-1990 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 24,617 (C.F.T.C. 1990) 事件の審決において、商品先物取引委員会は、明かに Gordon 事件以来の見解、すなわち商品取引所法 4b 条は意図不要の詐欺行為という概念を見直しているようであった。

<sup>(23)</sup> Woods v. Reno Commodities, Inc., 600 F.Supp. 574 (D. Nev. 1984) p.578.

<sup>(24)</sup> Farmland Industries, Inc. v. Frazier-Parrot Commodities, Inc., 806 F.2d 848 (8th Cir. 1986).

<sup>(25)</sup> Irvine v. Cargill Investor Services, Inc., 799 F.2d 1461 (11th Cir. 1986).

する場合ではないかぎり、証券会社は顧客に対して、信任義務を負わないとしている<sup>(26)</sup>。他方、Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Trubulsi 事件において第9巡回区控訴裁判所は、FCMである先物業者は受託事務の執行以外に、顧客の代理人としての信任義務を負わないとする制限的な判断を下したのである<sup>(27)</sup>。

証券会社または商品取引の先物業者に対する裁判所の関心は、第7巡回区控訴裁判所が指摘するように、ブローカーに対し信任義務の適用をするかどうかは、顧客が業者の専門技術と判断にどの程度依拠しているかの程度により、そしてブローカーと顧客との取引関係を十分に考慮しなければならないということに基づいているようである<sup>(28)</sup>。すなわち、第2巡回区控訴裁判所は、投資会社およびその投資顧問には、顧客に対する信任関係が存在し、その受任者として、より高い信任義務を課すべきと示した<sup>(29)</sup>。連邦最高裁は、顧客との取引関係を信任義務の判断基準として、SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 事件、および Aaron v. SEC 事件において、共同資金の運営を管理する業者、または投資顧問会社が顧客の取引口座を管理・支配するために、受任者として、証券取引法に基づき厳しい信任義務を要求されるべきとしている<sup>(30)</sup>。

ブローカーの信任義務については、ブローカー自身が専門的知識・能力を有するのみならず、取引上の依頼が深い関係自体が判断の基準となると指摘されている。この問題の焦点は、一任勘定の取引口座にあると思われる。

1978年 Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 事件（以下、Lieb 事件と略称する）においては、Michigan 州の連邦地方裁判所は、ブローカーの信任義務は取引口座の性質により、その判断の基準が違っていることと示唆している。すなわち、一任勘定の口座は顧客よりもむしろブローカーの方が管理・支配するという取引の実態から分析する結果、非一任勘定取引の口座の場合には、ブローカーに対する信任義務の適用がより

---

<sup>(26)</sup> Robinson v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 453 F.2d 417 (5th Cir. 1972).

<sup>(27)</sup> Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Trubulsi, Civ. No.83-5987 (9th Cir. 1984). この事件は刊行物に掲載されないため、Markham, Supra note (17) p.6-34 参照。

<sup>(28)</sup> Hlavinka v. CFTC, 867 F.2d 1029 (7th Cir. 1989).

<sup>(29)</sup> Rosenfeld v. Black, 445 F.2d 1337 (2nd Cir. 1972).

<sup>(30)</sup> SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963) p.192; Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980) p.693.

制限的となるべきと主張している<sup>(31)</sup>。

Lieb 事件では、当裁判所は証券会社の一任勘定取引と非一任勘定取引を区別し、ブローカーの信任義務の適用範囲を論ずる。すなわち、顧客が非一任勘定の取引口座を開設する場合、証券会社はブローカーとして、信任義務の適用範囲が制限されるが、信任関係に基づき、以下のような義務を負い、受任者の責任を有すべきと考えられる。

- (1) 株式投資を推奨するとき、その証券に関し十分な認識、および合理的な根拠を有したうえ、顧客に勧誘すること。
- (2) 遅滞なく速やかに、顧客の委託注文を執行すること。
- (3) 顧客に対し、その取引に関するリスクの情報を提供すること。
- (4) 自己のための取引は、禁止すること。
- (5) 重要な事実につき、不実表示をしないこと。
- (6) その委託授權を忠実にし、顧客のために取引行為をすること。

しかも、非一任勘定取引の場合、その取引に関する顧客の理解は、ブローカーに対する信任義務の有無を判定するに当たって、決定的な影響を及ぼすものである。すなわち、裁判所は、ブローカーが信任義務を履行したかどうか、いわゆる「信任義務の違反」につき、顧客の知識および個人差の程度を考慮し、判断すべきと述べている<sup>(32)</sup>。

非一任勘定契約には、当裁判所はブローカーに対し、信任義務の適用範囲を制限する一方、一任勘定の取引口座については、ブローカーに対する信任義務の適用は著しく拡張しているようである。Lieb 事件では、Michigan 州の連邦地方裁判所は、一任勘定取引の証券会社が顧客の取引口座に証券売買の決定を事実的に支配するために、ブローカーに受任者の責任基準を以下のように、厳しく要求しているのである。

- (1) 一任勘定取引の口座に関し、その管理は顧客の必要と目標と一致にするために、顧客による書面の授權または取引上の明白な習慣に従うこと。
- (2) 顧客の投資活動に関する市場変動の情報提供を保持すること。
- (3) その口座に関するすべての取引行為は、顧客に通知すること。

---

<sup>(31)</sup> Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 461 F.Supp. 951 (E.D. Mich. 1978) p.952.

<sup>(32)</sup> Id., p.953.

(4) 証券会社が従事する証券取引につき、その実際的な影響、または潜在的な危険を顧客に説明すること。

以上のように、Lieb 事件判決によれば、ブローカーの信任義務は、原則として肯定されるのである。しかしながら、当該裁判所は、委託取引につき、すべてのブローカーは顧客に対し、取引市場における投資情報を提供し、またはその発展の行き先を告知する継続的義務、あるいは危険性の高い証券取引を顧客に行なわせないような防止的義務が要求するとは考えられないが、もしも、ブローカーがかかるサービスを提供すれば、それは、信任関係に基づき、ブローカーの法的義務として働くのではない、と指摘する<sup>(33)</sup>。すなわち、顧客の委託売買については、その取引が顧客の意思決定に基づくものでなく、ブローカーが顧客の取引口座を支配するように、いわゆる「一任勘定取引」の場合のブローカーには、信任義務を負うのが基本的である。つまり、一任勘定契約の関係以外、ブローカーにおいて、顧客に対する信任義務の適用範囲は制限されるべきであるとしているからである。

その後、Lieb 事件における Michigan 州の連邦地方裁判所の見解は、第 6 巡回区控訴審裁判所の支持を得ることになった<sup>(34)</sup>。さらに、第 9 巡回区控訴裁判所は、Lieb 事件判決の見解に従い、非一任取引勘定の場合、ブローカーの代理人としての信任義務は、顧客の注文から始まり、その取引の執行時までに限られるものとなる。そのために、Caravan Mobile Home Sales v. Lehman Kuhn Loeb Inc. 事件では、裁判所は、顧客に対し証券に関する情報の提供を行なう継続的義務を、証券会社に課する理由がないと判断している<sup>(35)</sup>。

一方、商品市場の先物業者に対する信任義務の判定基準は、まず Romano 事件で第 5 巡回区控訴審が述べているように、「ブローカーと顧客との取引関係に基づき、ブローカーの信任義務が変化している」<sup>(36)</sup>。すなわち、この関係は、顧客またはブローカーが取引口座を支配するということに影響されると示している。同裁判所は、基本的には

---

<sup>(33)</sup> Id.

<sup>(34)</sup> Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981).

<sup>(35)</sup> Caravan Mobile Home Sales v. Lehman Kuhn Loeb Inc., 769 F.2d 561 (9th Cir. 1985) p.567.

<sup>(36)</sup> Romano v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 834 F.2d 523 (5th Cir. 1987) p.530.

信任義務が存在しているとしているが、顧客が自ら取引口座を支配しているという事実  
に鑑みて、当該ブローカーは顧客の投資決定をコントロールする権限を有しないために、  
信任義務に違反すると認められない<sup>(37)</sup>。なお、Hlavinka 事件では、「信任義務の適用範  
囲は、ブローカーと顧客との信頼関係に従い、判断すべきものである」として、第7巡  
回区控訴裁判所は明白な判断基準を指摘している<sup>(38)</sup>。

ブローカーの信任義務につき、具体的な司法判断は以下のように展開している。  
まず New York 州の連邦地方裁判所は、一任勘定取引の口座につき、ブローカーの信任  
義務の範囲が広く要求されることと認めるが、非一任勘定の場合には、ブローカーに関  
する信任義務の適用は制限されるべきであると主張している<sup>(39)</sup>。

なお、Ray E. Friedman & Co. v. Jenkins 事件では、第8巡回区控訴裁判所は、非一任勘  
定の場合、顧客がその取引口座を支配し決定の権限を有するために、Minnesota 州法に  
基づき、ブローカーに関する信任義務の論争が意義を失ってしまったことを示している  
<sup>(40)</sup>。そして、Greenwood v. Dittmer 事件における非一任勘定の取引関係では、Arkansas  
州法により、信任義務が存在しないとして、根本的にそれを否定したのである<sup>(41)</sup>。

ちなみに、第8巡回区控訴裁判所は、ブローカーに関する信任関係が存在するかどうか  
の問題を、州法により判断すべきであるとして、Horn v. Ray E. Friedman & Co. 事件に  
おいて非一任勘定取引の場合には、ブローカーの意見表示によっては信任関係は認めら  
れないとして、再びブローカーの信任義務を否認したのである<sup>(42)</sup>。

さらに、第7巡回区控訴裁判所は、CFTC v. Heritage Capital Advisory Services, Ltd. 事  
件におけるブローカーは、受任者としては、ただ一任勘定取引の口座を管理する場合に  
のみその信任義務が認められるとし、ブローカーに対する信任義務の適用範囲を縮小し  
て、顧客の口座に取引決定の権限を有するブローカーに制限するようである<sup>(43)</sup>。しか

---

<sup>(37)</sup> Id., p.524.

<sup>(38)</sup> Hlavinka v. CFTC 867 F.2d 1029 (7th Cir. 1989).

<sup>(39)</sup> Howell v. Freifeld, 631 F.Supp. 1222 (S.D.N.Y. 1986).

<sup>(40)</sup> Ray E. Friedman & Co. v. Jenkins, 738 F.2d 251 (8th Cir. 1984).

<sup>(41)</sup> Greenwood v. Dittmer, 776 F.2d 785 (8th Cir. 1985).

<sup>(42)</sup> Horn v. Ray E. Friedman & Co., 776 F.2d 777 (8th Cir. 1985).

<sup>(43)</sup> CFTC v. Heritage Capital Advisory Services, Ltd., 823 F.2d 171 (7th Cir. 1987) p.173.

し、Anspach & Associates v. Henderson 事件では、同裁判所はブローカーに対し、証券取引所法に基づき信任義務の適用を肯定しているが、ただ顧客からの受注売買を忠実に執行するとき、ブローカーが信任義務を負うと判示したのである<sup>(44)</sup>。

この信認義務に関する問題点は、Prudential Bache Securities, Inc. v. Pitman 事件の判決が示唆するように、「顧客に対するブローカーの信認義務とはいえ、ブローカーは、ある証券売買または投資に関する危険性を顧客に告知する最小限の義務がある」としている。すなわち、この義務においては、当該取引に関する顧客の知識・経験によるが、ブローカーは「情報提供の責任 (informational duty)」に基づき、当該取引に関する重要事実を不実表示しないことが最も重要であるという<sup>(45)</sup>。

### 第3款 市場仲介者の信任義務の課題

証券会社および先物業者が代理人として、顧客に対し信任義務を有すべきことについて、米国裁判例の見解には相当の不一致がある。すなわち、証券・商品取引において、顧客による市場仲介者の信任義務に基づくコモン・ロー上の法的保護に関する司法判断は現在のところ、混乱の状況にあるといえるだろう。

この信任義務については、証券取引法上の看板理論とコモン・ロー上の代理法理から、代理人の証券会社および先物業者に対して特別な法的義務が課されるべきであると指摘されている<sup>(46)</sup>。これは、看板理論に基づき<sup>(47)</sup>、証券会社が証券市場に専門家的かつ中核的な地位を有する証券のディーラー業務を行なう者であるため、専門的職業の基準に従い、顧客に対し公平に証券取引をしなければならないとしていることと、証券会社または先物業者が顧客に対して、ブローカーとしての代理関係におかれ、代理人自身、必要な信任関係が存在すると仮定していることから構成されるようである。

なお、この問題について、主として以下のような原因があると指摘される。すなわち、

---

<sup>(44)</sup> Anspacher & Associates v. Henderson, 854 F.2d 941 (7th Cir. 1988) p.945.

<sup>(45)</sup> Prudential Bache Securities, Inc. v. Pitman, [1991 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 96,170 (Apr. 4. 1991) p.90,929.

<sup>(46)</sup> Gregory A. Hirks, Defining The Scope of Broker And Dealer Duties: Some Problems in Adjudicating The Responsibilities of Securities And Commodities Professionals, 39 DePaul Law Review 709 (1990) p.710.

<sup>(47)</sup> 看板理論 (Shingle Theory) については、本章第3節で検討している。

証券・商品市場における証券会社および先物業者の信任義務は、市場専門家（market professionals）の概念に従い、不明確な法的関係が接近していることである。一方、この法的関係に付随して、信任義務が法的義務として派生したといわれる。ところが、この不明確な概念においては、証券・商品取引の受託業務、とりわけ証券会社または先物業者が市場仲介の役割に果していなかった場合に、被害を被むった顧客は、この信任義務を民事救済上の期待としているわけである<sup>(48)</sup>。

そして、この信任義務の概念は、法律規制の不足を補い、取引活動により被害を被った人々を保護するために用いられるものである。したがって、信任義務の法的補完性に鑑みて、市場仲介者である証券会社および先物業者に信任義務を適用するに際しては、顧客保護に柔軟性が与えられるべきと主張する<sup>(49)</sup>。

しかし、信任義務を拡大して適用すれば、この信任関係においては、証券会社または先物業者は、信任義務が無制限のため、放縦な責任を負わされるおそれがあり、裁判所および立法者にとって、熟慮せず単に信任義務に基づき、証券会社および先物業者の責任を安易に認めるおそれがありうるとの疑問を出されている。むしろ、証券・商品規制において、証券会社および先物業者の役割を省察し、顧客との関係を公平にして、市場仲介者の専門家責任を合理的に追及することが、今後の大きな課題とされている<sup>(50)</sup>。

### 第3節 投資勧誘に関する法的規制の展開

#### 第1款 証券・商品取引諸法の基本的な考え方

証券・商品取引については、投資勧誘の行為を規制し市場取引の秩序を公正・健全に維持するために、最も重要な市場規制は、1933年証券取引法、1934年証券取引所法、および1936年商品取引所法である。

---

<sup>(48)</sup> Hirks, *Supra* note (46) p.711.

<sup>(49)</sup> Markham, *Supra* note (7) p.256.

なお、Markham教授は、一般投資家と機関投資家と区別している。信任義務の適用については、一般投資者に対する特別な法的配慮が必要として、顧客保護の法的理念に重要な役割を果していると指摘される。

<sup>(50)</sup> Hirks, *Supra* note (46) p.751.

すなわち、当該責任についての法的態度は、市場専門家と顧客との權益を守るための市場設備を条件として、市場取引の全体像を観察したうえで、合理的な規制に依拠するとしている。

さて、米国における証券・商品市場の取引規制、とりわけ証券会社および先物業者に  
対する取引業務の管理は、周知のように、まず業界の自治規則を中心として、政府の法  
的規制を補完的な役割とすることが、米国における市場規制の在り方と言われる。1929  
年の証券市場の暴落事件をきっかけとして、Roosevelt 大統領は、市場秩序の再建のため  
の連邦法による市場規制の在り方を、次のように述べた。すなわち、「商品又は商品  
取引を行なっている各地の取引所は、その顧客が全国各地に散在しているために、全国  
的な業務であることは勿論のことである。取引所の運営者が、ある種の弊害を是正する  
措置をしばしば講じていることも事実である。我々は弊害の除去を確固ならしめ、広範  
な規則を定めることが必要である。証券・商品を売買する取引所は、我々の商業、なら  
びに農業生活に必要なかつ有益なものであると考えている。それにもかかわらず、我々は、  
証券・商品取引所が純然に投機活動のために利用されることを国の方針として、極力制  
約しなければならない。したがって、証券又は商品を売買する取引所が投資家を保護し、  
財産を保全し、そして可能なかぎり、不必要、無分別、破壊的な投資を排除するように  
運営されるための連邦政府による規則を設ける法律を制定するよう、議会に勧告する」  
である<sup>(51)</sup>。

この Roosevelt 大統領の勧告を受けて、下院は、市場における情報開示原則の確立と  
ともに、主に証券・商品詐欺行為を中心として不公正な取引を防止することを目的とし  
て、健全な証券・商品市場を育成するための証券・商品市場の規制を慎重に考案した。  
その結果、1933年証券取引法および1934年証券取引所法を制定し、また1922年の穀物先  
物法をも全面的に再検討し、1936年商品取引所法を設けたのである。

今日、米国における証券・商品市場の取引規制は、この1933年証券取引法、1934年証  
券取引所法および1936年商品取引所法を中心としているが、さらに法の授權により、証  
券取引委員会（SEC）または商品先物取引委員会（CFTC）が規則を制定し、合わせて  
公的規制を構成し<sup>(52)</sup>、および各地の取引所および業界の自主規制とともに、証券・商

---

<sup>(51)</sup> H.R.Rep.No.421, 74th Cong., 1st Sess.2 (1935).

なお、高橋・前掲書（註4）71頁、Steve Thel, The Original Conception of Section 10(b) of The Securities Exchange Act, 42 Stanford Law Review 385 (1990) p.414 参照。

<sup>(52)</sup> 1933年証券取引法19条(a)項、1934年証券取引所法23条(a)項(1)号、1936年商品取引所法8a条(5)項参照。

品市場の法的規制を一層整えることとなっている。

上述のように、1933年証券取引法、1934年証券取引所法および1936年商品取引所法は、市場情報の開示と詐欺行為の防止を目的として制定されたのであるが、日本の証券取引法又は商品取引所法の相違点は、証券会社又は先物業者に対する規制、とりわけ投資勧誘の行為規制が設けられずに、それらと顧客との法律関係は、基本的に各州法によることになっているところにある<sup>(53)</sup>。

しかし、証券会社および先物業者と顧客の間の法律関係において、専門家の証券会社および先物業者が、不当な営業姿勢によって、顧客に証券・商品取引の売買をさせようとする勧誘行為は、投資者保護の立場から見れば、米国においても重要な規制課題の一つとなるはずである。

これについて、Louis Loss 教授は、1933年証券取引法および1934年証券取引所法の詐欺禁止規制の適用の下で、証券会社は投資勧誘の責任を負わなければならないとしている。すなわち、同教授は、証券市場における詐欺禁止規制の制定は、「証券がデリケートな商品である」という認識、および「証券会社と投資者との間の交渉能力が不平等なため、公共利益の観点で法が必要となる」という議会の判断から形成された市場規制の計画の一部であると強く主張している<sup>(54)</sup>。

この理論を受けて、神崎教授は以下のように指摘している。すなわち、「証券会社と一般投資者との証券取引における知識と経験の隔絶、健全な証券市場の維持のための証券会社の公正な取引倫理の要請は、一般投資者の証券界に対する期待と信頼を生み出し、その濫用に対しては、詐欺的な不正取引の禁止規制が働くこととなるわけである」と。したがって、詐欺禁止規制の運用に当たっては、証券会社による不適切な投資勧誘の規

---

<sup>(53)</sup> 堀口 亘「証券会社と投資顧問の規制」『アメリカと日本の証券取引法（上巻）』（商事法務研究会・1975年）281頁は、証券会社および役職員の禁止行為について、全米証券業協会（NASD）は証券会社に対し高度の営業行為の基準を要求し、それを倫理規制として制定し、その詐欺行為又は不正な業務行為を禁止するとしている。

<sup>(54)</sup> Loss, *Supra* note (2) p.716. なお、日本証券経済研究所＝証券取引研究会・前掲書（註2）829頁（牛丸）参照。

制が考慮されるべきと言われる<sup>(55)</sup>。

投資勧誘に関する証券取引の法的規制は、主として1933年証券取引法17条(a)項、1934年証券取引所法9条(a)項(4)号、10条(b)項ならびにSEC規則10b-5、および15条(b)項、(c)項、ならびに同条に基づくSEC規則からなる<sup>(56)</sup>。特に、1934年証券取引所法10条(b)項に基づき、証券取引委員会が制定した規則10b-5は、詐欺的な計画・技巧の利用、又は重要事実の不開示、あるいは詐欺的な慣行・業務方法を防止するための詐欺禁止規制として、証券取引に関する不公正な取引への適用範囲が極めて広く、最も重要な詐欺防止条項と言われる<sup>(57)</sup>。

これに対して、商品取引に関する投資勧誘の法的規制は、商品先物取引契約に関する詐欺的行為を一般的に禁止する1936年商品取引所法4b条、およびそれに基づいて制定された商品先物契約の投資勧誘に関する商品先物取引委員会(CFTC)の諸規則からなる。その中では、商品取引に特有の危険を顧客に告知しなければならないとして、先物業者に開示義務を課す規定が注目される重要な規制の一つである<sup>(58)</sup>。

## 第2款 SEC・CFTCにおける投資者保護の規制

### (1) 商品先物取引委員会(CFTC)規制

1970年代後半、商品先物取引委員会は、投資者保護を目的として、先物業者に関する行為基準の規則を立案した<sup>(59)</sup>。

同委員会は、Markham教授が指摘されるように、先物業者と顧客との関係において、取引専門業者の「受託者」としての性格をもつという議会の認識を踏まえ、投資者の保

---

<sup>(55)</sup> 神崎克郎「証券取引法58条1号にいう『不正の手段』の意義」『証券・商品取引判例百選』別冊ジュリスト20号79頁参照。

<sup>(56)</sup> Loss, *Supra* note (2) p.810. なお、日本証券経済研究所＝証券取引研究会・前掲書(註2)1002頁(牛丸)参照。

<sup>(57)</sup> デービット・ラトナー『米国証券規制法概説』(商事法務研究会・1984年)108頁は、SEC規則10b-5が制定されて以来、詐欺的な証券取引の事件がほとんど適用されているようだとしている。

<sup>(58)</sup> 龍田 節「先物取引委託者の適合性」『商品取引所論体系(7)』(全国商品取引所連合会・1991年)8頁参照。

<sup>(59)</sup> Proposed Standards of Contract for Commodity Trading Professionals for the Protection of Customers, [1977-1980 Transfer Binder] *Comm. Fut. L. Rep. (CCH)* p.21926.

護に関する一括規則を作ろうとしたのである<sup>(60)</sup>。すなわち、商品先物取引委員会は、1974年商品取引所法の改正のための審議報告に「先物業者は、取引所規則に基づく勘定口座を開設する各顧客を熟知することが要求され、必要とする情報を忠実に入手していなければならない。単に顧客を知っているだけでは不十分である。先物業者は、役員、外務員ともに、顧客の誠実性、資産能力、責任の度合い、売買目的を調査し、商品先物取引が当該顧客の目的に合致する手段となっているか否かを知っていなければならない」という原則を取り入れ、さらに以下のような行為基準を提案した<sup>(61)</sup>。

まず、商品先物取引委員会は、証券取引委員会による投資勧誘の規制、いわゆる「適合性原則」を検討し、「顧客に適合しない取引を推奨しない」ことを先物業者に義務付ける。そして、同委員会は、無規律・未熟練の従業員から顧客を保護するために、先物業者に監督責務を強く要求し、しかも先物業者が相当の注意（due diligence）を持ち、顧客の受注を執行することとする。

次に、商品先物取引委員会は、先物業者に対し商品取引に関する危険の開示義務を与えるのみならず、明白、簡略的かつ規定的な文言の陳述により、先物業者がある義務を履行するべきとする。

なお、一任勘定取引の口座については、商品先物取引委員会は過当売買（Churning）を禁止する。そして、一任勘定取引の契約においては、先物業者は最初の許諾を得ずに取引をしてはならず、必ず顧客の書面授權を得、一任取引を始めることが提案されている。

しかしながら、この商品先物取引委員会の立案は、米国商品取引業界の思わぬ大反対によって迎えられた。結果として、同委員会は原案を縮小した形で、制定した。それでも、同委員会の当初の案のどおりに、先物取引に関する危険開示の義務、一任勘定口座に関する書面授權の要件、および監督責務は、先物業者に義務付けられ、CFTC 規則に

---

<sup>(60)</sup> Markham, *Supra* note (7) p.238.

<sup>(61)</sup> House Committee Report. No.931-975 (Apr. 4, 1974). なお、高橋・前掲書（註4）299頁参照。

における投資勧誘に関する重要な規制を構成している<sup>(62)</sup>。

他方で制定されたCFTC規則には、先物業者の相当の注意義務、過当売買の禁止、および適合性原則が採用されなかったが、商品先物取引委員会は、それを商品取引所法の固有規範とする努力を行なっている。すなわち、同委員会は、商品取引所法4b条が詐欺的行為の禁止のための一般規定であるという基本的な見解に基づき、商品市場における先物業者の不当勧誘行為の規制根拠を詐欺禁止条項に求めるのである<sup>(63)</sup>。

まず商品先物取引委員会は、*Syndicate Systems, Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* 事件において、専門家としての先物業者の投資助言に関する表示は合理的な根拠を有しなければならないとしている<sup>(64)</sup>。そして、*Unsdorfer v. Murlas Commodities, Inc.* 事件においては、同委員会は、先物業者の推奨行為が顧客に取引上の損失をもたらした場合であっても、かならずしも詐欺の不正行為とは認めないが、もしもその推奨行為に合理的根拠が存在しなければ、別論であると強調している<sup>(65)</sup>。

中でも、最も注目されるべきものは、1984年の *Phacelli v. ContiCommodity Services, Inc.* 事件の審決である。すなわち、本件の当該先物業者は、その顧客が商品取引に不適合であることを無視して、顧客に商品取引に参加させるために、投資勧誘を行なったが、これが詐欺的行為とされた<sup>(66)</sup>。商品先物取引委員会は、適合性原則の違反は商品取引所法4b条の違反行為であるとして、この審決を支持している。そして、*Holmes v.*

---

<sup>(62)</sup> 商品先物取引委員会規則における投資勧誘の重要な規制は、以下のようになっている。

規則1.55条は、先物業者による「危険開示告知書」の配付、又は顧客による承知確認書の受領・保管を義務付けることとする。

規則1.56条は、商品取引に関する権益(commodity interest)につき、先物業者が顧客に損失を保証すること、損失を制限することをしてはならない。

規則166.2条は、顧客による特別授権、または書面授権がない限り、先物業者は顧客のために商品取引をしてはならない。

なお、規則166.3条には、先物業者は、商品取引業務に関するそのパートナー、使用人、従業員、又は代理人の行為を誠実に監督しなければならない。

<sup>(63)</sup> *Johnson & Hazen, Supra note (3) Vol.3, p.156; Markham, Supra note (7) p.239.*

<sup>(64)</sup> *Syndicate Systems, Inc. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 2 Comm. Fut. L. Rep. 23,289 (C.F.T.C. 1986).*

<sup>(65)</sup> *Unsdorfer v. Murlas Commodities, Inc., 2 Comm. Fut. L. Rep. 23,911 (C.F.T.C. 1986).*

<sup>(66)</sup> *Phacelli v. ContiCommodity Services, Inc., [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 23,345, (C.F.T.C. 1984) p.29,619.*

Murlas Commodities, Inc. 事件においても、同委員会は、Phacelli 事件の決定に従い、顧客に先物業者との商品取引を勧誘するために、先物業者が顧客が所有する資産の現状を誇大に指示したことが適合性原則に違反し、同条項の違反行為となるとする審決の見解に賛成している<sup>(67)</sup>。

しかし、Phacelli 事件における適合性原則の違反について、1986年の Hannay v. First Commodity Corp. 事件、Haugland v. ContiCommodity Servs. 事件においては、商品先物取引委員会の見解が明らかに見直されたようである<sup>(68)</sup>。すなわち、同委員会は、先物業者は適合性原則の違反により、直ちに詐欺禁止規制の違反に該当するという考えをとらなかつた。商品先物委員会は、まず伝統的詐欺概念と適合性原則の概念との間には相違があると指摘し、適合性原則の違反が詐欺責任を構成するかどうかは、顧客に存在する理解程度 (sophistication) の欠如を考慮の要因とすべきであるという<sup>(69)</sup>。

さらに、Markham 教授は、むしろ先物業者が顧客に対し、商品取引に関する危険の開示、および不適格の警告を示した際、顧客は自らの投資決定にする商品取引のリスクを負うべきだというのが商品先物取引委員会の見解であると主張する。すなわち、その取引に対し、顧客が適格でない者としての危険開示があれば、顧客は先物業者に取引上の損失の賠償を請求することができないという<sup>(70)</sup>。これに対して龍田教授は、米国商品先物取引委員会は適合性原則だけを根拠にしては顧客の救済を図りえないと明白に指摘しているが、商品取引所法 4 b 条かコモン・ローかいずれに従い、詐欺規制の解釈により、先物業者が不適格な顧客に積極的に勧誘し、先物取引がその顧客に適合している旨を表示したとすれば、これは詐欺に該当する可能性が相当高いと考える<sup>(71)</sup>。この問題については、次章において不当勧誘の民事責任と合わせて検討する。

---

<sup>(67)</sup> Holmes v. Murlas Commodities, Inc., [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 22,669, (C.F.T.C. 1984) p.30,848.

<sup>(68)</sup> Hannay v. First Commodity Corp., [1986-1987 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 23,250 (C.F.T.C. 1986); Haugland v. ContiCommodity Servs., [1986-1987 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 23,217 (C.F.T.C. 1986).

<sup>(69)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (3) Vol.3, p159.

<sup>(70)</sup> Markham, *Supra* note (17) p.10-21.

<sup>(71)</sup> 龍田・前掲論文(註58) 14頁参照。

## (2) 証券取引委員会 (SEC) 規則

米国では、不公正な証券取引の行為を規制するための1933年証券取引法・1934年証券取引所法が、証券市場に大きな役割を果たしているようである。証券取引委員会は、これらの法の授權に基づいて、その詐欺禁止規制に由来する一連の取引規則を制定している。また、同委員会は準司法的権限を持ちながら、その証券取引委員会規則に対する行政的な規則解釈を運用している。つまり、米国証券市場における投資者保護の中心的役割は、この1933年証券取引法・1934年証券取引所法と証券取引委員会規則が果している。

まず、証券会社の投資勧誘に関する証券取引委員会規則の展開を見よう。

証券取引委員会規則は、1934年証券取引所法10条b項「詐欺禁止規制」に基づき、証券市場における相場操縦的・欺瞞的策略および術策に対する行為規制である。それは、不公正な証券取引の防止のため、一連の規則により証券市場における詐欺的行為への従事を詐欺規制違反とするものである<sup>(72)</sup>。

証券会社による投資勧誘の行為に関しては、1934年証券取引所法10条b項、および同条同項に基づく証券取引委員会規則の規定、特にその規則10b-5により、適正な営業姿勢が要求されている<sup>(73)</sup>。

なお、1934年証券取引所法15条b項、c項は、証券会社の詐欺禁止に関する特別規定であるが、証券会社の投資勧誘行為については、一般的詐欺禁止規制である同法10条b項、証券取引委員会規則10b-5、および1933年証券取引法17条a項が、しばしば重疊的に適用されることになる<sup>(74)</sup>。とりわけ、同委員会は1934年証券取引所法15条c項に基づき、証券取引所外、いわゆる店頭市場に関する証券取引委員会規則を制定した。それは、証券市場における相場操縦的・欺瞞的策略および術策の行為規制とともに、最も重要な公的規制として、証券会社の投資勧誘行為に関して、規制機能を果していると思わ

---

<sup>(72)</sup> 近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）175頁は、証券取引委員会規則10b-5は、議会の当初趣旨を外れ、詐欺的な策略・技巧の利用や、不実開示・不開示、詐欺的業務や慣行の従事を違法としている。しかも、規則10b-5は、当初立法者が考えていたものと比べて、その適用範囲が極めて広いものとなったとしている。

<sup>(73)</sup> 17 C.F.R. § 240.10b, Manipulative and deceptive devices and contrivances.

<sup>(74)</sup> 山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）320頁参照。

れる<sup>(75)</sup>。

次に、証券取引委員会規則における投資勧誘規制の理論を検討する。

米国では、証券会社の投資勧誘に関する規制について、証券に関する詐欺的な取引を禁止する証券取引委員会規則10 b -5条、15 c 1-2条に基づき、看板理論および適合性原則が発展してきた。証券取引委員会は、その規則を運用するに際して、看板理論又は適合性原則に照らして証券会社の勧誘行為を判断しており、それゆえこれらの原則は投資者保護の立場に極めて重要な意味を持っていると言われる。

まず、看板理論 (shingle theory) には、証券会社は、その看板を掲げて証券業務を営むことにより、顧客に対し、証券の投資勧誘において証券業者として一般に期待される専門的知識と能力を基礎に当該投資勧誘を行なっているものと期待されるので、特段の表示なしに投資者のこのような期待に反する投資勧誘をするときは、その行為が詐欺的な行為に該当する、というものである<sup>(76)</sup>。

証券会社がコモン・ロー上の責任および信任者義務を負わなければならないというのは、証券取引委員会の見解であるが、コモン・ロー上の原則が、同委員会の政策へ定着したことは納得できることである。なお、Hazen 教授が以下のように指摘する。すなわち、顧客の口座を執行するとき、又は顧客に対して証券の投資勧誘をするとき、証券取引委員会は看板理論を根拠として、特有の注意基準を証券会社に負わせる。この看板理論は、コモン・ローにおける外観理論の延長と考えられる。そのゆえ、証券会社は、証券取引に関する専門家の外観を呈することにより、証券の投資勧誘につき、より高い基準の注意程度を要求されることとなる<sup>(77)</sup>。

証券会社の投資勧誘規制については、Duker & Duker 事件において、この看板理論に基づいて詐欺的な行為を認定する証券取引委員会の判断が始めて明かにされた。すなわち、証券取引委員会は、証券会社は専門家の標準に従い、顧客との取引関係を公正に取り扱うべきであり、もし、この証券会社が顧客の信頼と無知を利用し、多額の利益を獲

---

<sup>(75)</sup> 17 C.F.R. § 240.15c, Rule relating to over-the-counter markets.

<sup>(76)</sup> 神崎・前掲書 (註13) 168頁参照。

<sup>(77)</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Vol.1 (2nd ed. 1990) p.555.

得するために自己売買を行なった場合には、それは公正な取引でもないし、専門家の標準に従った取引でもないとする。さらに、同委員会は、証券会社はその表示が虚偽であることを知りながら、証券の売買による利益を獲得することは、詐欺であると認める。また、この詐欺は、市場価格と相当な関係を持つ対価を徴収するか、顧客が当該取引を完成させるかどうかの賢明な判断をすることができるような情報を開示することによってしか回避できない、と指摘している<sup>(78)</sup>。

したがって、同委員会は、顧客に対する黙示的な表示行為がその市場情報の不開示となり、明かに1934年証券取引所法15条 a 項(1)号、および1933年証券取引法17条 b 項に違反し、詐欺を構成すると判断した。

このように、証券会社は証券取引に関する営業事務の看板に示されるように、専門家を基準として、顧客に対し公正に証券業務を行なうべきであるという概念が、看板理論の基本にある。この概念は、Charles Hughes & Co. 事件において示されたように、市場に関する顧客の知識又は経験を問わず、すべての人々は、証券会社の公正性ととも、その黙示的な表示を信頼することができるという認識にも反映している。そのために、証券取引委員会は、証券会社の黙示的な表示を市場情報の不開示と構成するのみならず、その行為を詐欺禁止規制の違反とすることによって、証券会社の投資勧誘規制における看板理論の役割を再び肯認したのである<sup>(79)</sup>。さらに、同委員会は、証券取引に関する市場規制の立法目的は、詐欺の防止にあり、市場の状況を熟知する人々の詐欺行為から、その市場状況を知らない人々を保護することが立法の基本目的という<sup>(80)</sup>。

この看板理論は、証券会社が公正かつ職業倫理に従い、証券業務を行なうようにする上で、証券取引委員会に有力な武器を与えるようであったと指摘される<sup>(81)</sup>。

証券取引委員会は、以下のような仮定に基づき、詐欺禁止規制を解釈している。すな

---

<sup>(78)</sup> Duker & Duker, 6 S.E.C. 386 (1939) p.388. なお、神崎・前掲書(註13) 211頁、森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』(有斐閣・1994年) 240頁参照。

<sup>(79)</sup> Charles Hughes & Co., 13 S.E.C. 676 (1939) p.681.

<sup>(80)</sup> Charles Hughes & Co. v S.E.C. 139 F.2d 434 (2nd Cir. 1943) p.437.

<sup>(81)</sup> 竹内・前掲論文(註4) 418頁は、看板理論は、証券取引委員会に有力な武器を与えたのである。証券業者は、公正かつ職業倫理に従い、取引を行なうように期待されるため、その表示が、不公正な行為として、法の詐欺禁止規制に違反すると擬制されるとしている。

わち、証券会社が証券の自己売買をするとき、顧客との取引関係は、普通の売買関係ではない。コモン・ローにおける詐欺の構成を緩和するために、その構成要件を免除し、詐欺行為を擬制すること、および証券業団体の仲間に対し、信任者としての厳格な基準を設定することが、詐欺禁止規制の解釈基本である。この仮定は、詐欺禁止規制の違反のため、証券取引委員会が懲戒手続きをすることを可能にしていると言われる<sup>(82)</sup>。これによって、看板理論の発展は新しい時代を迎えることになった。

というのは、この看板理論を基礎として、証券会社が証券を推奨した場合、合理的な根拠が存するものと推定され、合理的な根拠を欠く証券取引の推奨は、詐欺的な行為とみなされることになるからである。そのために、証券取引委員会は、証券会社に対し、十分な根拠がないときは、顧客に証券の取引を推奨しないように要請するのみならず、専門家としての相当の注意を払うべきとする、合理的根拠の理論（reasonable basis doctrine）を発展してきたのである。

こうして、証券取引委員会は看板理論の解釈を通じて、証券会社が顧客に対し証券を推奨とする投資勧誘に際しては、証券につき相当の注意をもって調査し、かつその推奨の基礎となった重要事実を顧客に開示すべきであるとする合理的根拠の理論が確立している<sup>(83)</sup>。その後、看板理論の発展とともに、同委員会はさらに適合性原則の理論を導き出した。

まず投資勧誘については、1962年に証券取引委員会は次のような通達を下した。すなわち、同委員会は、非登録証券の分売業務において証券会社が適切かつ合理的な根拠なしに顧客を勧誘することは、詐欺禁止規制の違反になると指摘している。投資勧誘は、その勧誘を正当化させることとなる知られえた確かな事実の開示なしになされてはならない。それがあって、証券会社はその証券勧誘の合理的根拠を有していることになり、その前提として、合理的な調査を行なったはずであるということとなる。もしも証券会社が発行者について財務情報などの重要情報を有していないのであるならば、そのこと

---

<sup>(82)</sup> Jaffe, *Supra* note (8) p.127.

<sup>(83)</sup> Gerald L. Fishman, *Broker-Dealer Obligations to Customers-- The NASD Suitability Rule*, 51 *Minn. L. Rev.* 233 (1966) p.235.

を開示して、そのことを知らないために証券の購入することが危険だということを、顧客に注意しなければならない、とした。さらに、非登録証券を自己売買とする投資勧誘のみならず、受託売買の場合にも、証券取引委員会は同様の考え方をもって、証券会社に義務を負わせていると指摘する<sup>(84)</sup>。

この証券取引委員会の通達は、ブローカー業務を行なう証券会社は、顧客に投資勧誘を行った際には、その証券の推奨に関する既存事実の表示、将来の予測、もしくは意見の表示を合理的な基礎に基づき作成しなければならないと強調している。つまり、証券会社は、仲介業務において顧客へ証券売買を勧誘する際、以下のようなブローカー責任 (broker duties) を明らかに有する。すなわち、証券会社は顧客に対して特定証券の取引売買を推奨する場合、この推奨に合理的な根拠が存在しないか、もしくはこの特定の証券が顧客に適合しなければ、投資勧誘をしてはならないこと、証券会社は投資勧誘の際に、事実に対する隠匿又は不実表示をしてはならないこと、である。なお、証券市場においては、証券会社が相場操縦をし、特定証券に関する情報開示をせずに顧客に投資勧誘をすること、さらに証券会社が無差別の勧誘姿勢により、顧客へ高圧に推奨することも禁止されるべきであるとする<sup>(85)</sup>。

1963年、証券取引委員会は証券業協会又は各地の証券取引所を通じて、証券推奨に関する適合性原則の規制状況を明かにするために、証券市場の特別調査を行ない、それに基づいて証券会社に対する適合性原則の採択につき、積極的な調査報告を提出した<sup>(86)</sup>。この証券市場特別調査報告を受けて、1967年証券取引委員会規則15 b 10-3において、非協会の証券業者に「勧誘の適合性」の義務を課するために、全米証券業協会 (NASD) の公正慣習規則とともに、証券会社に投資勧誘の適合性を法的に要請することになった。ただし、この規則15 b 10-3は、1983年に削除されたようである。

適合性原則の概念は、Mundheim 教授が指摘するように、顧客の投資目的と必要性に鑑みて、その証券投資の決定が適合的に作成されるよう、証券の投資勧誘に関する真の

---

<sup>(84)</sup> S.E.C. Release No.34-6721 (1962). なお、森田・前掲論文 (註78) 242頁参照。

<sup>(85)</sup> Arnold S. Jacobs, The Impact of Securities Exchange Act Rule 10b-5 on Broker-dealers, 57 Cornell Law Review 869 (1972) p.881.

<sup>(86)</sup> S.E.C., Report of Special Study of Securities Markets (1963) p.1.

表示が行なわなければならないということである<sup>(87)</sup>。さらに、Markham 教授は、適合性原則の判断につき、ブローカーは顧客の投資目的と需要に関する情報を十分に獲得し、顧客に適合する投資決定を下すことを可能にするように要請されると述べる<sup>(88)</sup>。すなわち、適合性原則は、証券会社が投資者の意向、財産状況および投資経験等に応じて、投資者に最も適合的な証券取引の投資を勧誘するべきであるというものである<sup>(89)</sup>。

証券会社における適合性原則の適用について、証券取引委員会の見解は、その原則が倫理的な概念を離れて、法への進展過程にあるものとしている。すなわち、同委員会は、その看板理論又は公正取引の概念を純化し、「適合性」要件に近づくものにしようとしていると言われる<sup>(90)</sup>。最も証券取引委員会が注目しているのは、いわゆる無差別の勧誘行為 (boiler room) である。それは主として、証券会社が長距離電話により、悪性の高圧的な証券売却活動を行なうというものである。

まず1960年の Best Securities, Inc. 事件において、証券取引委員会は、「連邦証券法の詐欺禁止規定は、少なくとも買い主として交渉される者に対してなされる証券の推奨は、合理的な根拠に基づくべきであり、又はかかる推奨には当該推奨の正当性に関して、明かであるか、あるいは容易に確定されうる事実を開示してなされるべきである、ということ」を予期している」という見解を示し、証券会社の投資勧誘行為において合理的根拠の存在を要求する看板理論の新たな発展を明かに支持した<sup>(91)</sup>。さらに、1976年、同委員会は、Richard C. Spangler, Inc. 事件において、証券売買の注文、または証券の推奨を勧誘しなかった証券会社は、顧客に対して重要事実を開示したり、証券の買い付けを調査したりする義務を有しているとする。しかも、それが最小限の義務であると明示した<sup>(92)</sup>。

---

<sup>(87)</sup> Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine, 1965 Duke Law Journal 445 (1965) p.448.

<sup>(88)</sup> Markham, Supra note (18) Vol.13, p.10-2.

<sup>(89)</sup> 神崎克郎『証券取引法 [新版]』(青林書院・1987年) 366頁参照。

<sup>(90)</sup> Loss, Supra note (2) p.829. なお、日本証券経済研究所=証券取引法研究会・前掲書(註2) 1025頁(牛丸)参照。

<sup>(91)</sup> Best Securities, Inc., 39 S.E.C. 931 (1939) p.933. なお、神崎・前掲書(註13) 170頁参照。

<sup>(92)</sup> Richard C. Spangler, Inc., 46 S.E.C. 238 (1976).

証券取引委員会の見解を受けて、Loss 教授は次の理由に基づき、無差別の勧誘行為が詐欺規定の禁止行為に該当すると指摘している。すなわち、詐欺禁止規制は、少なくとも顧客に対する証券売買の勧誘行為が合理的な根拠を有すべきことと、この勧誘が表示の正当化に関連し、認識または確認可能の事実を開示すべきことを予期している。また、顧客に対する適切な財務情報の欠如の開示、あるいは情報の提供なしに、証券の売買に関する危険性の警告を怠ることが詐欺規定適用の理由となる、と<sup>(93)</sup>。

なお、適合性原則の適用がもっとも問題になるのは、いわゆる過当売買 (Churning) の場合である。それは取引一任勘定の不当な運用において、典型的に見られる。すなわち、それは一任勘定の口座において、顧客から何らかの裁量権を与えられている証券会社が、過当な頻度または数量の取引を行なうことである。証券会社が手数料収入の増大を図ることは、この過当売買の最大の原因と言われる。そのため、証券会社の規制においては、過当売買が顧客勘定の資力および性格にかんがみて詐欺的な取引であるとして、証券取引委員会規則15 c 1-7は、それを違法な行為としている。ただ、過当売買の問題は、次章における不当勧誘の司法判断にその検討を委ねようと思う。

適合性原則によれば、証券会社が証券の売買を勧誘する際、個々の顧客の投資目的、財産状況に鑑みて、その顧客に不適合な証券取引を推奨することは、詐欺的な行為に該当するものと言われる。しかし、この適合性原則に従い、証券会社の投資判断を再検討すること、または証券会社をその有利な投資活動の保証人とすることは、理論の目的ではない。もはや、適合性原則の理論目的は、顧客の証券会社に対する信頼の確保にあると、Mundheim 教授は指摘する<sup>(94)</sup>。

適合性原則において、証券取引に特別な技術が必要であることを、証券会社は投資大衆に対し警告すべきことと、投資者は証券会社への信頼に基づいて、その投資勧誘に応じ証券取引を行うことを意味し、証券会社に適性な投資勧誘の姿勢を要請する。1963年証券市場特別調査報告書は、証券業務に従事するための資格を勧告したが、それに従えば、証券会社が専門家のイメージを高め、それに大衆の信頼が集まるのが、疑問なし

---

<sup>(93)</sup> Loss, *Supra* note (2) p.830.

<sup>(94)</sup> Mundheim, *Supra* note (87) p.448.

に拡大していくはずである<sup>(95)</sup>。それゆえ、なおさら証券取引委員会は、この適合性原則の理論を踏まえながら、証券会社に対し、顧客の証券投資の適合性を合理的に判断するのみならず、積極的に顧客の財産状態等を調査し、また取引の危険性等を顧客に明かにする義務を課すのである<sup>(96)</sup>。

### 第3款 自主規制

米国では、証券・商品取引業務規制の体系について、証券取引委員会又は商品先物取引委員会という主務機関とともに、数多くの自主規制団体が存在しているので、証券会社および先物業者に対する仲介業務規制は、複雑なものとなっている。すなわち、証券・商品取引に関する自主規制の制定機関について、Ratner 教授は「議会により、(a) その会員の行為に対する規則を制定し執行する権限、および (b) その会員が連邦証券諸法を遵守することを確保する責任、を委嘱されたブローカー・ディーラーの私的機関」と定義する<sup>(97)</sup>。

#### (1) 証券取引の自主規制

上述のように証券取引委員会は、証券会社が証券の取引売買を勧誘するに際して、合理的根拠の理論に基づかなければならないとしているが、証券会社はさらに、当該証券の認識義務および顧客の認識義務を各自主規制によって要求されている<sup>(98)</sup>。

まず、証券取引所は Retner 教授の指摘するように、140年間にわたって、私的機関として、その会員を規制していたのである。さらに、1934年証券取引所法第5条により、すべての「国法証券取引所」は証券取引委員会に登録義務がある。そして、同法第6条 b 項5号に基づき、取引所の規則は「詐欺的・相場操縦的行為、およびその慣行を防止し、公正・公平な取引原則を促進する」ことを目的としなければならず、当該規則や証券所法に違反する会員に対しては、適切な制裁を行うことが要求される<sup>(99)</sup>。

---

<sup>(95)</sup> Id., p.450.

<sup>(96)</sup> 神崎・前掲書（註13）176頁参照。

<sup>(97)</sup> ラトナー・前掲書（註57）159頁参照。

<sup>(98)</sup> Hazen, *Supra* note (77) Vol.1, p.557.

<sup>(99)</sup> ラトナー・前掲書（註57）159頁参照。

「国法証券取引所」の中では、New York 証券取引所が最も重要である。その取引所の規則には、適合性原則を明文化したものはないとも言われるが、ただ規則405条は、いわゆる顧客の認識義務を会員に対し積極的に課している<sup>(100)</sup>。

つぎに「国法証券取引所」の規制以外に、全米証券業協会（NASD）の規制がある。米国では、証券取引と言えば、店頭市場は取引所市場に匹敵する重要性を有している。証券取引所以外の市場、すなわち店頭市場に関してその取引を規制するためには、証券業協会の自主規制が必要となる。したがって、1938年 Maloney Act の成立をきっかけとして、1934年証券取引所法の改正による第15A条の成立と同時に、「国法証券業協会」は、証券取引委員会に登録することを義務付けられ、さらに「詐欺的・相場操縦的行為、およびその慣行を防止し、公正・公平な取引原則を促進する」を目的として、協会の自主規制を制定することが義務付けられている（同法15A条b項6号）。そして、同協会は、投資者の保護を図るため、店頭市場における有価証券の売買その他の取引の公正、および証券業界における取引の慣習を統一し、公正慣習規則（Rule of Fair Practice）と統一慣習規則（Uniform Practice Code）を制定している<sup>(101)</sup>。

このうち、顧客に対する協会員の投資勧誘については、公正慣習規則第3章第2条が高度の営業行為基準を要求している。すなわち、証券会社は顧客の状況を認識したうえで、それを合理的な根拠にして、顧客に対し、特定の証券を推奨する適合性のある判断に基づき、投資勧誘を行わなければならないとしている<sup>(102)</sup>。

## （2）商品取引の自主規制

適合性原則は、顧客の選択や顧客の熟知が商品先物業務の勧誘における基本的な配慮となるため、これは、米国商品取引市場において検討すべき課題と言われる。

商品先物取引委員会は、1936年商品取引所法4b条の精神に基づき、先物業者が顧客に対し先物取引に関する危険の開示義務を有することを明確にしている<sup>(103)</sup>。さらに、

---

<sup>(100)</sup> NYSE Rule 405, New York Stock Exchange Guide (CCH) p.2405.

<sup>(101)</sup> ラトナー・前掲書（註57）161頁、堀口・前掲論文（註53）292頁参照。

<sup>(102)</sup> Article 3, Section 2, NASD Rule of Fair Practice, NASD Manual (CCH) p.2152.

<sup>(103)</sup> 17 C.F.R. § 1.55, Distribution of "Risk Disclosure Statement" by futures commission merchants and introducing brokers.

全米先物業協会は、このような危険の開示義務を強化するために、顧客熟知原則を制定した。すなわち、この顧客熟知原則の下で、協会員は顧客の口座を開設する前に、投資者顧客に関する一定の情報を得なければならないこと、および先物取引の危険について当該顧客に開示することを義務付けられている<sup>(104)</sup>。

---

<sup>(104)</sup> Compliance Rule 2-30 Customer Information and Risk Disclosure, NFA Manual p.5147.25.

## 第2章 詐欺禁止規制における不当勧誘の民事責任

ここでいう詐欺禁止条項とは、主として1934年証券取引所法10条b項、同条項に基づく証券取引委員会規則10b-5、および1936年商品取引所法4b条を指す<sup>(1)</sup>。

1934年証券取引所法10条b項は、証券取引に関する相場操縦的 (manipulative) または欺瞞的な (deceptive) 策略もしくは術策を用いて、証券取引委員会の規則に違反する行為は違法であるとしている。そこで1942年に証券取引委員会は、この法的授権により、公益または投資者保護のために必要かつ適当なものとして、規則10b-5を以下のように制定した。すなわち、いかなる者も州際通商の方法もしくは手段、または郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の購入または売却に関して、直接または間接に、次の各項に掲げる行為を行なうことは違法である。

- (1) 詐取を行なうための策略、計略または技巧を用いること。
- (2) 重要な事実について不実の表示をなし、また、表示された事実がその表示された当時の状況にかんがみ、誤解を生じさせないものとならないようにするために必要な、重要事実の開示を怠ること。
- (3) いずれかの者に対して詐欺もしくは欺瞞となり、または詐欺もしくは欺瞞となる恐れのある行為、慣行または業務方法を行なうこと。

これに対して、1936年商品取引所法4b条は、商品取引に関する詐欺的行為を一般的に禁止するものである。すなわち、何人も、他人のために契約市場において行ない、もしくは契約市場の規則に従うべき、商品の売買契約の受託または売買契約に関し、次の各項に掲げる行為を行なうことは違法である。

- (1) 他人を騙し、もしくは欺罔し、またはその試みをなすこと。
- (2) 当該契約につき、他人に対し故意に虚偽の報告、もしくはその表示をし、または

---

<sup>(1)</sup> 15 U.S.C. 78j, Manipulative and Deceptive Devices; 17 C.F.R. § 240.10b-5, Employment of Manipulative and Deceptive Devices; 7 U.S.C. 6b, Contracts Designed to Defraud or Mislead; Bucketing Orders; Buying and Selling Orders for Commodities.

それをなさしめること、あるいは当該契約につき、他人のために虚偽の記録をなし、もしくはなさしめること。

(3) 当該受託もしくは契約に関し、または当該受託もしくは契約の処分、もしくは執行に関し、いかなる方法によるかを問わず、故意に他人を欺罔し、またはその試みをなすこと。

(4) 当該受託を呑み込むこと、または当該受託もしくは他の者の受託に対して相殺することにより、当該受託を履行すること、あるいは故意もしくは悪意を持って、または他人による事前の同意がないために、当該売付受託につき、買い手となり、当該買付受託につき、売り手となること。

証券・商品市場における詐欺禁止規定は、詐欺行為を中心とした不公正な取引の防止を目的としている。とりわけ、証券取引規制について、米国の下院は、不公正な取引の問題を取り扱うためには、議会よりむしろ証券行政の経験が豊かで、証券市場の状況を把握できる証券取引委員会に広い権限を与える方が最適のコントロールを望めると考えた。そこで1934年証券取引所法10条b項は、証券取引における公益または投資者保護のために、相場操縦的または詐欺的行為および慣行に対し、証券取引委員会に規則制定の権限を認め、この法的授權に基づき、証券取引委員会規則10b-5によって、証券市場に関する詐欺的な取引行為が禁止されている<sup>(2)</sup>。

証券・商品市場に関する相場操縦的、詐欺的戦略は、このような違法行為として禁止される。そして、その詐欺的行為の被害者は、証券取引委員会規則10b-5、商品取引所法4b条に基づき、私的な損害賠償を請求することができることとされている。そこでまず、詐欺禁止規制における重要な問題点の一つである証券・商品取引の民事責任訴訟における私的訴権の有無に関して、検討を加えようと思う。

## 第1節 詐欺禁止条項における私的訴権

---

<sup>(2)</sup> Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, Vol.2 (2nd ed. 1990) p.61. なお、近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）175頁参照。

第1款 1946年 Kardon 事件判決の影響<sup>(3)</sup>

上述のように、1934年証券取引所法10条b項および証券取引委員会規則10b-5は、(1) 詐欺的戦略の利用、(2) 不実開示または重要事項に対する省略・不開示、(3) 詐欺的行為、慣行もしくは業務方法を禁止している。Hazen 教授は、証券取引の詐欺防止に関して規則10b-5の制定が、証券取引委員会に有力な武器を与えていると指摘する<sup>(4)</sup>。

これは詐欺の禁止規定であり、証券市場における詐欺防止条項 (antifraud provision) に過ぎないものである。そこで本来、証券取引における詐欺的行為の被害者が私的な損害賠償を請求するためには、さらに民事上の請求権発生の法的要件を満たす必要があると思われる。

しかしながら、1946年 Pennsylvania 州の連邦地方裁判所は、Kardon v. National Gypsum Co. 事件において、この詐欺防止条項には明示訴権 (express private right of action) がないにもかかわらず、証券取引委員会規則10b-5に基づき、証券投資の被害者に私的な民事救済を認めたのである<sup>(5)</sup>。すなわち、Ratner 教授の指摘によると、この裁判所は、証券取引法の禁止規定に違反した場合には、損害賠償請求の訴権を明示していない「詐欺防止条項」の文言に従うのではなく、むしろ「実定法に違反し、その法が保護しようとしている他人の利益を侵害した者はその損害を賠償する責を負うという通常不法行為の原則に従う立場をとった」とされている<sup>(6)</sup>。

1946年 Kardon 事件において証券取引委員会規則10b-5の黙示訴権が肯認されて以来、証券取引に関する詐欺的行為をめぐる訴訟では、連邦証券諸法の中で、証券取引委員会規則10b-5が最も注目される規制条項となり、規制10b-5に基づく訴訟は、裁判所の柔軟な文言解釈により発展することとなった。規則10b-5に基づく民事上の訴訟は、主として証券市場に関する「不実表示」の事実に関し、民事責任を追及するものとして利用されている。重要情報・事実の不開示に基づく証券取引行為、会社の公表を誤解させるうわさの流布、非公開・重要な内部情報に基づく「内部者取引」、会社の不当経営、証券

---

<sup>(3)</sup> Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa.1946).

<sup>(4)</sup> Hazen, Supra note (2) Vol.2, p.62.

<sup>(5)</sup> Kardon v. National Gypsum Co., 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa.1946).

<sup>(6)</sup> デービット・ラトナー『米国証券規制法概説』（商事法務研究会・1984年）109頁参照。

市場における相場操縦行為、ブローカー・ディーラーによる不当な投資勧誘行為などが、規則10b-5訴訟の対象となると言われる<sup>(7)</sup>。

さらに、規則10b-5の黙示訴権について、1970年の *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.* 事件において連邦最高裁判所が私的な損害賠償請求を認めたため、この黙示訴権の地位は確固たるものとなった<sup>(8)</sup>。証券取引に関する民事上の責任追及においては、明示訴権付きの条項を適用するよりも、むしろ証券取引委員会規則10b-5に基づく黙示訴権の適用がなされたと指摘されている<sup>(9)</sup>。

また、商品取引に関する禁止規制の違反について、私的な損害賠償請求が認められるかどうかに関しても争いがある。

まず1967年 *Goodman v. H. Hentz & Co.* 事件において、Illinois 州の連邦地方裁判所は、投資者の利益および保護のために、その条項の制定の背景にある、いわゆる市場規制の立法精神に基づき、民事上の私的な救済が認められるべきとしている<sup>(10)</sup>。Goodman 事件における私的訴権に関する見解を積極的に支持する判決は多く存在しているが、他方で私的訴権の容認に反対する判決も少なくない。すなわち、1982年 *Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Curran* 事件<sup>(11)</sup> において、連邦最高裁判所が民事救済につき、積極的な司法判断を下すまでは、米国商品取引所法の詐欺禁止規制に私的訴権が存在するかどうかに関しては、下級裁判所の見解は統一されていなかった<sup>(12)</sup>。

1982年 *Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Curran* 事件において、連邦最高裁判所は、商品取引所法における黙示の私的訴権を初めて肯認した。Curran 事件における私的訴権の問題につき、最高裁は、商品取引所法の立法経緯を改めて検討した。その

---

<sup>(7)</sup> Arnold S. Jacobs, *The Impact of Securities Exchange Act Rule 10b-5 on Broker-Dealers*, 57 *Cornell Law Review* 869 (1972) p.870. なお、山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 にもとづく私的訴訟について (1)」民商法雑誌80巻1号21頁、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任 (3)」法学協会雑誌106巻2号205頁参照。

<sup>(8)</sup> *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1970).

<sup>(9)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.53.

<sup>(10)</sup> *Goodman v. H. Hentz & Co.*, 265 F. Supp. 440 (N.D.Ill. 1967).

<sup>(11)</sup> *Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith v. Curran*, 456 U.S. 353 (1982).

<sup>(12)</sup> Michael S. Sackheim, *Parameters of Express Private Rights of Action for Violations of The Commodity Exchange Act*, 28 *Saint Louis University Law Journal* 51 (1984) p.69.

結果、最高裁は、商品取引所法の立法精神および意図に基づき、「法はその違反行為に対し、黙示の私的訴権を支持している」と述べ、商品取引における被害者に、民事上の私的損害賠償請求権を認めたのである<sup>(13)</sup>。つまり、この1982年 Curran 事件における最高裁判決の立場は、まず商品取引所法の立法目的は、1936年法の制定による詐欺禁止条項を完全にしておくことにあるとしている。そして、多数意見は、米国の議会は商品取引所法の条文において、民事救済のため黙示の私的訴権を留保する意図が明らかであるとする<sup>(14)</sup>。

Hazen 教授は、Curran 事件判決が以下のような重要性を有すると指摘している<sup>(15)</sup>。すなわち、この判決では、最高裁は、行政的な救済方法が民事訴訟上の救済の代わりとなり、原告の私的訴権を排除するという早期の下級裁判所の見解を正式に退けている。商品取引所法における行政上の救済手続きが存在するにもかかわらず、最高裁は被害を受けた原告に、民事上の私的な損害賠償請求権を認めたのである。

## 第2款 黙示訴権の理論

1946年の Kardon 事件において、Pennsylvania 州の連邦地方裁判所は、1934年証券取引所法10条b項に基づく詐欺禁止規制の違反があった場合、私的訴権が存在するか否かについて、以下のような解釈をしている。すなわち、制定法における禁止規制の違反があり、それにより法的権利が侵害された場合、その損害賠償請求の抑制は、立法政策に依拠すべきものかもしれない。それにもかかわらず、民事上の私的救済という法的権利は基本的なものである。しかも、法が明示的に否定しないかぎり、その権利の存在は、根深く植え付けられると述べている<sup>(16)</sup>。証券取引委員会規則10b-5に基づいて私的訴権を肯認する Kardon 事件判決は、司法上の重大な変革の一つとして、新たな道を示すものであると、Hazen 教授は指摘している<sup>(17)</sup>。

---

<sup>(13)</sup> Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Commodities Regulation*, Vol.3 (2nd ed. 1989) p.226.

<sup>(14)</sup> Sackheim, *Supra* note (12) p.70.

<sup>(15)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.58.

<sup>(16)</sup> *Kardon v. National Gypsum & Co.*, 69 F. Supp. 512 (1946) p.513.

<sup>(17)</sup> Thomas L. Hazen, *Implied Private Remedies Under Federal Statutes: Neither a Death Knell Nor a Moratorium - Civil Rights, Securities Regulation, and Beyond*, 33 *Vanderbilt Law Review* 1333 (1980) p.1340.

歴史的に言えば、黙示の私的訴権については周知のように、原告側の「権利」は禁止規制によって創造される場合があるというのが裁判所の基本姿勢である。もしも、被告が法に違反する行為をなし、それによって原告の「権利」を侵害し、損害を与えた場合には、原告に損害賠償の請求権利が自動的に生じると言われる<sup>(18)</sup>。

一方、商品取引所法における司法上の黙示訴権を認めることの是非については、学者の見解は大きく分れている。1936年商品取引所法14条によると、商品先物取引委員会に登録をしている者、すなわち先物業者は、法が唯一かつ明示の私的救済とする損害賠償の手続きに服しなければならない。したがって、黙示訴権の反対者は、このような法違反の行為に対し損害賠償を求める明示訴権が別に存在していることを黙示訴権否定の根拠としているようである。このような反対論に対して、Johnson 教授は以下のように論じる。すなわち、商品市場においては、委員会に登録していない先物業者がいるため、商品先物取引委員会による行政的な救済制度がすべての事案で、すべての原告に有効的なものとは言えないのであり、むしろ、法における私的訴権が存在するかどうかという問題については、議会の意図が注目されるべきであると指摘する<sup>(19)</sup>。

次に、商品市場における法規制の体制は、商品先物取引委員会の行政・司法権限とともに、先物市場の取引規制を働かす立場にあるが、これに関して、なぜ議会は、取引委員会と取引市場の間に連結する重複した職責・義務を与えると同時に、同一の法規制に異なる法的結果を意図するのか、ということが問題となる。この問題に対して、Johnson 教授は、1982年 *Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Curran* 事件における最高裁の見解を引用し、議会の意図を説明している。まず、1974年商品取引所法の改正に際して、議会は、下級裁判所が商品取引所法に黙示の私的訴権を肯認する意図を有していたことが、立法経緯から明らかである。そして、その立法経過から、最高裁は「立法上の沈黙は、黙示の私的訴権を議会が黙認している」という結論を下したのである。さらに最高裁は、商品取引所法14条の損害賠償手続の制度は、補充的な役割として設けられていると判示し、この制度は下級裁判所によって肯認される黙示訴権に取って代わ

---

<sup>(18)</sup> Tamar Frankel, *Implied Rights of Action*, 67 *Virginia Law Review* 553 (1981) p.555.

<sup>(19)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (13) Vol.3, p.222.

るものではないとしている<sup>(20)</sup>。

このような司法判断による黙示訴権の創造について、Frankel 教授は、私的訴権に関する諸判例を検討しながら、この権利は司法権限の潜在的概念に基づく重要な解釈であるといい、さらに以下のように指摘する。すなわち、判例法においては、この司法権限の潜在的概念は、二通りの見解によって説明されている。一つは、裁判所は立法上の目的・意図を解釈する権限の行使として黙示訴権の問題を扱っている、というものである。これに対して、もう一つの見解は、裁判所が黙示の私的訴権を肯認する場合には、固有な司法権限の行使として、コモン・ロー上の民事救済へ道を開いているというものである<sup>(21)</sup>。

そもそも、裁判所の判断による民事上の黙示的な権利につき、最高裁は、1946年 *Bell v. Hood* 事件において「連邦政府が保護しようとする権利が侵害される場合、裁判所は、権利侵害の防止のための救済方法を調整することを警戒し、さらに必要な訴訟上の救済を容認する」判決を下した<sup>(22)</sup>。この事件について、Hazen 教授は「本件は、原告の要求に従って本件の理非曲直を裁判するものではないが、最高裁は、連邦法規制が保護しようとする権利の侵害が重要な問題であると指摘すると同時に、民事責任の追及に黙示の救済権限を認めるのである」と述べ、最高裁による「柔軟な必要性のテスト (flexible necessity test)」は、法の黙示的概念を大局的にとらえるものとして、判例法上、積極的に評価されうるものであると考える<sup>(23)</sup>。

そして、1975年 *Cort v. Ash* 事件において、最高裁は、連邦法の禁止規制における黙示の私的訴権を肯認するかどうかを判断するにあたっては、いくつかのファクターが重要

---

<sup>(20)</sup> *Id.*, p.227.

<sup>(21)</sup> Frankel, *Supra* note (18) p.557.

<sup>(22)</sup> *Bell v. Hood*, 327 U.S. 678 (1946) p.684.

<sup>(23)</sup> Hazen, *Supra* note (17) p.1343.

な判断基準であるとする the Cort Test を示している<sup>(24)</sup>。最高裁がこのような黙示訴権の判断基準を設定することにより、民事救済のアプローチにつき、その適用範囲に対する制限が適切になされるようになるため、不当な拡大または縮小を抑えることができると、Hazen 教授は指摘する<sup>(25)</sup>。1975年 Blue Chip Stamp v. Manor Drugs Stores 事件<sup>(26)</sup>、1976年 Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件<sup>(27)</sup>、および 1977年 Santa Fa Industries, Inc. v. Green 事件<sup>(28)</sup>は、最高裁が規則10b-5の違反について民事上の私的訴権を制限し、詐欺禁止規制における黙示訴権の発動を縮小する司法判断を下したケースである。

確かに、連邦裁判所が黙示の私的訴権を肯定する例は数年来減少しつつあるようである。他方で、証券取引委員会規則10b-5の詐欺禁止規制に基づいて民事上の黙示訴権を認めることに固執する裁判所も見られるが、ただその適用範囲は制限されている<sup>(29)</sup>。

これに対し、商品取引の規制における私的訴権については、Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Curran 事件<sup>(30)</sup>において最高裁が商品取引所法にそれが存在することを肯認するに従い、1982年に改正された22条により、商品市場の行為規制に違反する者に対しては、市場参加者の利益に基づき、司法上の私的救済が明示的に認められるに至った<sup>(31)</sup>。

## 第2節 不当勧誘の民事責任

このように、米国における証券・商品取引法上の詐欺禁止規制については、その制定法上の規定は抽象的であるが、判例法によって詐欺禁止規制の機能が補充され、その規

---

<sup>(24)</sup> Cort v. Ash, 422 U.S. 66 (1975) p.78. すなわち、制定法において、法の違反に対し明示的な民事上の救済が定められていない場合、裁判所の黙示の私的訴権を肯認する判断基準は以下のようにする。

まず、原告は、法の制定目的に特別な利益のクラスに所属していること。すなわち、制定法は原告のために連邦法上の権利を形成しているかどうかである。つぎに、黙示訴権の創造が立法上の意図を有していること。なお、そのような民事救済の肯認は、法体制の目的に合致しているかどうかである。最後に、伝統的に州法に所属し、単なる州の管轄事件ではないということである。

<sup>(25)</sup> Hazen, *Supra* note (17) p.1358.

<sup>(26)</sup> Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

<sup>(27)</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

<sup>(28)</sup> Santa Fa Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 460 (1977).

<sup>(29)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.63.

<sup>(30)</sup> Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. v. Curran, 456 U.S. 353 (1982).

<sup>(31)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (13) Vol.3, pp.227; Sackheim, *Supra* note (12) p.53.

制違反のために被害を蒙る原告に民事救済を認める道を開いてきた。つまり、米国における証券・商品取引の詐欺禁止規制は、私人が民事訴訟を提起することによって規制違反の民事責任を追及することができるようになったため、必要かつ有効な法制度として展開していくようになったと指摘される<sup>(32)</sup>。

そこで、次に米国における証券・商品取引の詐欺禁止規制、とりわけ証券取引委員会規則 10b-5 および商品取引所法4b条に基づく判例法の原理を通じて、投資勧誘の民事責任の問題点を検討しようと思う。

### 第1款 不当勧誘の概念

証券・商品取引において、不当勧誘とは、いわゆる取引業者が顧客に対し、不適切な表示を行い、投資勧誘をする行為である。この不当勧誘の行為は、取引の公平性・公正性を歪めるのみならず、この投資勧誘に応じて取引をする顧客は、財産上の損害を被る可能性がある。しかし、この不当勧誘の概念を明確に把握することは、容易なことではない。

米国では、証券・商品先物取引委員会および自主規制団体は、証券会社または先物業者に対して投資勧誘の指導原則を守り、証券・商品取引業務を行うように要求し、公正・公平な証券・商品取引制度を維持し、投資者保護の目的から、投資勧誘に関する行為規制を制定している。この投資勧誘の指導原則は、簡単に言えば、看板理論および適合性原則に従い、顧客に対し投資商品を推奨することと言えよう。

証券会社または先物業者は、自ら証券・商品業務を営む看板を掲げる以上、証券・商品取引の専門家として、専門的な知識・経験・能力に基づき、顧客に対して証券・商品業務を公平・公正に行うことが期待され、その期待に見合った法的規制を受ける。これを看板理論といい、コモン・ロー上の外観理論の一つの表れである<sup>(33)</sup>。

---

<sup>(32)</sup> 山田・前掲論文(註7)19頁、近藤・前掲論文(註2)190頁参照。

<sup>(33)</sup> Gerald L. Fishman, Broker-dealer Obligations to Customers – The NASD Suitability Rule, 51 Minnesota Law Review 233 (1966) p.235; Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulation (2nd ed. 1989) p.811; Hazen, Supra note(2) Vol.1, p.555.

なお、神崎克郎『証券取引規制の研究』(有斐閣・1968年)169頁、日本証券経済研究所=証券取引法研究会『現代米国証券取引法』(商事法務研究会・1989年)1006頁(牛丸)参照。

次に、証券取引における適合性原則の概念は、Mundheim 教授が指摘するように、証券会社が顧客の投資目的と必要性に鑑みて、顧客に最も適合な証券を推奨することを要求するものである<sup>(34)</sup>。したがって、証券会社は、顧客に最適の投資決定ができるように、適合性原則の要請に基づき、以下のようなアプローチに従わなければならない。

第一に、証券会社は顧客の認識、および証券の認識を義務付けられる。すなわち、証券会社は、顧客に対し特定証券の売買取引を勧誘するときには、顧客に関し、その財務状況、投資目的の個人情報、および推奨する証券に関し、市場の投資情報を十分に獲得し理解することが、投資勧誘のために必要となる<sup>(35)</sup>。第二に、投資勧誘においては、合理的根拠の法理に従い、誠実な表示をすることが要求される。証券会社は、推奨の証券に関する既存事実の表示、将来の予測、もしくは証券会社個人の意見表示に合理的な根拠を有しなければ、顧客に投資勧誘をしてはならないとされる<sup>(36)</sup>。

この適合性原則は、いわゆる投資勧誘の理想モデルと言ってもよいだろう。というのは、証券会社または先物業者が、もし適合性原則に従わずに顧客を相手として、証券・商品取引をするときには、上述の理想的な行為規制に違反するのみならず、専門家の地位を濫用のために、証券・商品取引における市場仲介の社会的信頼性に大きな損害を及ぼすことが想起できるからである。

逆の側から見れば、この適合性原則に違反する行為は、不当勧誘を構成することになる。すなわち、証券・商品取引に関する市場規制の法政策においては、証券会社または先物業者による無差別の勧誘行為 (boiler room operations)、スキュルピング (scalping)、過当取引の行為 (churning)、および無断売買 (unauthorized trading) などが、適合性原則に違反する典型的な行為として、禁止されるべきである。

しかし、そのような不当勧誘は、すべて詐欺禁止規制に違反する行為に該当するのかわという疑問がある。すなわち、証券会社または先物業者は、不当勧誘行為のため、例え

---

<sup>(34)</sup> Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker-dealers: The Suitability Doctrine, 1965 Duke Law Journal 445 (1965) p.448.

<sup>(35)</sup> NYSE Rule 405, New York Stock Exchange Guide (CCH) pp.2405; Article 3, Section 2, NASD Rule of Fair Practice, NASD Manual (CCH) p.2152.

<sup>(36)</sup> S.E.C. Release No.34-6721.

ば顧客に適合でない証券または商品を推奨する場合、必ず詐欺の責任を問われるのかという問題である。Mundheim 教授は、この適合性原則と詐欺禁止規制の関係における不当勧誘の行為につき、以下のように指摘している。すなわち、適合性原則の要求に基づき、該当する証券会社または先物業者が責務を果たさなかった場合の行政的責任と、証券会社または先物業者が詐欺禁止規制に違反した場合の民事的責任を直結することには、詐欺概念の解釈上問題があると<sup>(37)</sup>。

この問題について、まず証券・商品先物取引委員会は、基本的にその不当勧誘を詐欺禁止規制の違反行為とし、証券会社または先物業者が詐欺責任を負うべきである、という見解をとっている<sup>(38)</sup>。しかし、この行政的解釈に対し、米国の各裁判所は、必ずしも同じ見解を持っていないようである。

1983年 *Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co.* 事件において第11巡回区控訴裁判所は、適合性原則に基づく全米証券業協会公正慣習規則の第3章第2条、または New York 証券取引所規則405条に違反する不当勧誘行為に対して、証券取引委員会規則 10b-5 に従い、民事救済の私的訴権が生ずることは認められないとする。また、1984年 *Zerman v. Ball* 事件において第2巡回区控訴裁判所 Kears 判事は、適合性原則に従わずに、顧客に投資勧誘をする行為には、詐欺を構成するほどの違法性は認められないとして、詐欺禁止規制違反の理由を根本的に否定する<sup>(39)</sup>。

さらに、1982年 *Myron v. Hauser* 事件、1986年 *Bieganek v. Wilson* 事件においては、商品取引に関する適合性原則には根拠がなく、その違反行為に対して詐欺の法的責任を追及することはできない、と指摘している<sup>(40)</sup>。

---

<sup>(37)</sup> Mundheim, *Supra* note (34) p.470.

<sup>(38)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (13) Vol.3, p.159. 商品先物取引委員会は、1984年 *Phacelli* 事件を代表として、適合性原則の違反による不当勧誘が詐欺行為となることを肯認しているが、1985年以後、*Hanny v. First Commodity Corp.* 事件と *Haugland v. ContiCommodity Servs.* 事件の見解は変わってきたようである。すなわち、適合性原則の違反は、直ちに商品取引所法4b条の違反行為に該当するとは思えないと指摘している。

<sup>(39)</sup> *Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co.*, 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1983); *Zerman v. Ball*, 735 F.2d 15 (2nd Cir. 1984).

<sup>(40)</sup> *Myron v. Hauser*, 673 F.2d 994 (8th Cir. 1982); *Bieganek v. Wilson*, 642 F.Supp. 768 (N.D.Ill. 1986).

## 第2款 詐欺禁止規制の法的立場

米国証券・商品市場の詐欺禁止規制、特に証券取引委員会規則 10b-5 および商品取引所法4b条は、裁判所による黙示訴権の肯認を得て、証券・商品取引に関して、詐欺的行為の被害者に対する民事救済を認め、詐欺を行なった者に対する民事責任の追及に広く利用される。

まず、この詐欺禁止規制のうち、とりわけ証券取引委員会規則 10b-5 は、Ratner 教授によれば以下のような基本的特徴を有する。すなわち、規則 10b-5 は、何人の売買であろうとすべての証券のあらゆる売買に適用される。つまり、証券取引において適用除外はないと言われる。そして、この規則は「詐欺防止」条項であり、文言上は詐欺的行為の禁止規定となっている<sup>(41)</sup>。

証券諸法の規定において、法に違反した場合の何らかの民事責任について、明確な条項を有するものはない。証券取引委員会は、1934年証券取引所法10条b項による法の授權を得て、証券市場に関する相場操縦的・詐欺的行為または慣行に対し、一連の規則を制定したのである。そのうち規則 10b-5 は、詐欺禁止規定とされている<sup>(42)</sup>。

証券取引委員会は、規則 10b-5 の制定により、詐欺的行為を規制するための有力な武器を創造している。すなわち、Pennsylvania 州の連邦地方裁判所は1946年の Kardon 事件において、実定法（規則 10b-5）に違反し、その法が保護しようとする他人の利益を侵害した者は、その損害を賠償する責任を負うべきであるという法原則に基づく画期的な判決を下した。それ以後、証券取引委員会規則 10b-5 に関する証券民事責任賠償請求訴訟は、その黙示訴権を認めることによって発展してきた<sup>(43)</sup>。

特に1960年代から1970年代の初期にかけて、多数の連邦地方裁判所および控訴裁判所が、規則 10b-5 を中心として、証券取引における詐欺禁止規制の拡張的解釈を展開したようである。すなわち、Ratner 教授の指摘によれば、この規則 10b-5 の適用については、裁判所は、故意または過失による不実表示、会社役員の信任義務違反、さらに取締役、

---

<sup>(41)</sup> ラトナー・前掲書（註6）108頁参照。

<sup>(42)</sup> 17 C.F.R. § 240.10b-1 --- § 240.10b-18, Manipulative and deceptive devices and contrivances.

<sup>(43)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.62.

証券引受業者、会計士ないし弁護士などが他人の悪事を防止することを怠った場合にも、責任を負わせるよう詐欺禁止規制の適用範囲を拡大する傾向にある<sup>(44)</sup>。

なお、詐欺に関する損害賠償を求める民事訴訟においては、不法行為であると主張される行為と損害との間に因果関係がなくとも、また、その訴えが証券取引法における詐欺禁止規制の遵守を促進するときには、原告が何の損害も被っていない場合であっても、裁判所は、それらの者に訴訟を提起する権利を積極的に認めていると言われる。これは、Ratner 教授が指摘しているように、証券の購入または売却に関して詐欺的な行為が違法であるという文言を拡大解釈することによって、詐欺禁止規制を拡張的に適用したものである<sup>(45)</sup>。

もっとも、規則10b-5の適用範囲は、法律の解釈によって、民事救済の権限を与えるべきか否かに関する裁判所の判断に依拠するところが大きい。すなわち、裁判所が黙示訴権を容認するか否かに依るのである。しかしながら、規則 10b-5 は明示的に訴権を認めていないために、裁判所は、訴権発生要件を充足させるという問題点を克服しなければならない。重要事実の定義・範囲、不実表示または省略に対する信賴の証明、因果関係、損害の認定、および出訴期限などは、規則10b-5における民事損害賠償請求の要件といわれる<sup>(46)</sup>。

一方、Ratner 教授が指摘するところの「1975年最高裁判所の新しい保守的な多数派によって規則第10b-5条や他の詐欺防止条項文言を狭義に解釈し、訴訟を提起する私権が認められる局面を制限する一連の判決」においては、黙示訴権を制限し、詐欺禁止規制の拡張的解釈を縮小する判断が示されている<sup>(47)</sup>。

まず、Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores 事件においては、原告は当該証券取引の買主または売主ではないかぎり、規則 10b-5 に基づく、民事損害賠償の請求ができないとしている<sup>(48)</sup>。Rehnquist 判事は、「長い間、連邦の地方・巡回裁判所が拡張的に解釈

---

<sup>(44)</sup> ラトナー・前掲書（註6）110頁参照。

<sup>(45)</sup> 前掲註。

<sup>(46)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.65.

<sup>(47)</sup> ラトナー・前掲書（註6）110頁参照。

<sup>(48)</sup> Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U.S. 723 (1975).

する民事救済の変数を浄化する必要がある」と指摘しながら、規則10b-5に基づく民事救済の制限は、詐欺禁止規制における特別な「受益者」の存在につき、合致する必要があるために、しなければならないと判示した<sup>(49)</sup>。

そして、Blue Chip 事件の次に、最高裁は Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件について、被告の行為に過失でなく、故意の存在が証明されなければならないことを明らかにしている<sup>(50)</sup>。Hazen 教授は、故意の要件を必要とする Ernst & Ernst 事件の判断について、最高裁は、投資者保護という議会の意図に基づいて私的訴権を認めると同時に、市場に過度の負担をかけないように、故意の要素を重視すべきであると判断したのでであると指摘する<sup>(51)</sup>。

1977年 Santa Fa Industries, Inc. v. Green 事件においては、最高裁は、詐欺行為が被告側により引き起こされたことの証明が必要であるとして、原告の主張を支持する第二巡回区控訴裁判所の判決を棄却した<sup>(52)</sup>。

証券取引委員会は、証券会社に対して法律上の制裁を課すため、あるいは裁判所による民事救済を求めるためには、私的訴権の要件を満たすことは必要ではないとしている。これに対して、Hazen 教授が指摘されるように、ただ単なる規則違反ということを私的訴権の根拠として、民事上の救済請求をしてはならないというのが多数判例の見解であり、その規則10b-5に基づく黙示訴権は以下のような要件が満たされてはじめて、存在すべきである<sup>(53)</sup>。すなわち、故意 (scienter)、重要事実 (materiality)、信頼 (reliance)、因果関係 (causation)、損害 (damages)、および詐欺的行為 (deception) が立証されなければならない<sup>(54)</sup>。

### 第3款 判例法における詐欺禁止規制の適用の検討：

---

<sup>(49)</sup> Id., p.737.

<sup>(50)</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).

<sup>(51)</sup> Hazen, Supra note (17) p.1360.

<sup>(52)</sup> Santa Fa Industries, Inc. v. Green, 403 U.S. 462 (1977).

<sup>(53)</sup> Hazen, Supra note (2) Vol.1, p.559.

<sup>(54)</sup> Royal American Managers, Inc. v. IRC Holding Corp., 885 F.2d 1011 (2nd Cir. 1989) p.1015; Goodbridge v. Harvey Group Inc., 728 F.Supp. 275 (S.D.N.Y. 1990) p.280.

市場仲介者による不当勧誘の問題を中心にして

米国における証券・商品取引の法的規制は、前章第3節に説明したように、1933年証券取引法、1934年証券取引所法および1936年商品取引所法を中心として、証券取引委員会（SEC）および商品先物取引委員会（CFTC）がその行政立法の権限に基づき、証券・商品市場における不公正取引の防止のための規則、とりわけ証券会社または先物業者の取引業務に関する行為規制を行なっている。

そして、証券取引委員会または商品先物取引委員会は、行政審決の司法権限を運用し、詐欺禁止規制の下に発展してきた看板理論および適合性原則に基づいて、証券会社および先物業者の投資勧誘に関する詐欺的な取引行為を規制するのである。したがって、証券・商品取引に関する詐欺禁止規制、とりわけ証券取引委員会規則10b-5に基づく市場仲介者の投資勧誘に関する責任は、裁判所の司法判断のみではなく、同委員会による懲戒的訴訟手続きにもよって生じる<sup>(55)</sup>。

特に証券会社が顧客に対し、ある事実を隠匿し、または不実表示をしたこと、あるいは顧客に適合しない証券の売買を勧誘する場合、とりわけいわゆる無差別の勧誘行為、または顧客の口座に対する過当取引は、投資者の信頼を裏切る悪質行為であるため、詐欺禁止規制に基づき、証券会社は、市場仲介者として損害を蒙った顧客に対して損害賠償の責に任ずべきだと言われている<sup>(56)</sup>。

証券取引委員会規則 10b-5 における詐欺的な証券取引の規制について近藤教授は、規則 10b-5 の証券詐欺も通常の詐欺の一種に過ぎないのであると述べている。米国の議会は連邦証券諸法を制定するに当たって、証券の売買においてはコモン・ローよりも広い救済を与えようとしたのだから、裁判所が規則 10b-5 を解釈・適用するにあたっては、盲目的に伝統的なコモン・ローの法理に従うべきではなく、裁判所は、規則 10b-5 における投資者保護という議会の意図を実現するように努力していると指摘される<sup>(57)</sup>。それは勿論のことであるが、英米法系における詐欺行為の概念は、欺罔的意思を前提とす

---

<sup>(55)</sup> Jacobs, *Supra* note (7) p.872.

<sup>(56)</sup> *Id.*

<sup>(57)</sup> 近藤・前掲論文（註2）176頁参照。

る大陸法系と異なり、欺罔行為によって、被欺罔者が錯誤に陥ったことに対する法的保護を重視するため、裁判所による詐欺の認定範囲が相対的に広くなると言われる<sup>(58)</sup>。

それにもかかわらず、Loss 教授の指摘によれば、米国の判例は、コモン・ローにおける伝統的な詐欺の概念を採用していない。そこで証券・商品市場に関する詐欺行為の司法判断が注目されるべきである<sup>(59)</sup>。

まず、Charles Hughes & Co. v. SEC 事件だが、これは、店頭市場において取引業務を行なう証券会社が顧客の信頼を得たにもかかわらず、顧客に対し、過剰な上乗せ価格であることを開示せず、店頭市場の価格より非常に高い値段で証券取引を勧誘する行為は、詐欺行為を構成するとして証券取引委員会の審決を支持したケースである<sup>(60)</sup>。すなわち、証券会社の勧誘行為は、1933年証券取引法17条(a)項、および1934年証券取引所法15条(c)項(1)号、SEC 規則15c1-2に違反するため、SEC による証券会社の登録の取消審決の当否が訴訟の争点となった。第2巡回区控訴裁判所は、まず、この取引の成立が証券会社に対する顧客の信頼に基づくものであると認めた。そして、Clark 判事は、証券取引に関する詐欺の規制が、明示の表示、または黙示の不実表示、あるいは隠匿を区別せず、投資者保護のために独特な必要性を有すると強調しながら、証券取引に関する市場規制の立法目的は、詐欺の防止にあることを明確にした<sup>(61)</sup>。

この Charles Hughes 事件において、裁判所は、SEC の主張、すなわち証券会社に対する看板理論の適用を初めて認めた。これは、証券取引委員会に証券業者規制に対する有力な武器を与えたと、竹内教授は指摘する。つまり、これによって証券会社は、「看板」の表示どおり、公正かつ職業倫理に従って、証券の売買取引を行うべきものと擬制されるために、その不公正な行為は証券関係諸法の詐欺禁止規定に違反することになるとい

---

<sup>(58)</sup> 木下 毅『英米契約法の理論（第二版）』（東京大学出版社・1986年）324頁は、大陸法系と比較すれば、英米法における詐欺の概念は、故意的要素があったか否かはそれほど重視されていない点が基本的な差異と述べている。

<sup>(59)</sup> Loss, *Supra* note (33) p.716. なお、日本証券経済研究所＝証券取引法研究会・前掲書（註33）829頁（河本＝木村）参照。

<sup>(60)</sup> Charles Hughes & Co. Inc. v. SEC, 139 F.2d 434 (2nd Cir. 1934) p.435.

<sup>(61)</sup> *Id.*, p.437.

う<sup>(62)</sup>。

当該証券会社の行為が証券取引委員会規則の違反になるかどうかの判断について、第2巡回区控訴裁判所は直接に示していないが、その判断における看板理論の概念は、規則10b-5による詐欺禁止規制の目的を明確に示している。すなわち、証券会社が、例えば重要事実を故意に隠匿し、または証券市場に相場操縦を行い、あるいは顧客に対し無差別の投資勧誘をした場合、さらに顧客の口座に過大な取引をした場合、その責任はかならず看板理論によって生み出される。というのは、証券会社は十分な根拠をもって、証券の売買を顧客に勧誘するものと仮定されるのであり、もしも、そのような合理的な根拠のないままに顧客に対して投資勧誘をすれば、規則10b-5に違反することになるからである<sup>(63)</sup>。

次に、Hirk v. Agri-Research Council, Inc. 事件においては、詐欺的な投資勧誘に対する法の適用につき、第7巡回区控訴裁判所 Cummings 判事は次のように判示した。すなわち、1936年商品取引所法詐欺禁止条項の適用範囲については、連邦地裁は4b条の文言解釈に従い、先物取引に関する受注の投資勧誘を適用対象とし、一任勘定取引口座の勧誘は、適用範囲外であると判断した。しかし、第7巡回区控訴裁判所は、まず救済上の目的を実効あらしめるために法の規制を柔軟的に解釈しなければならないと指摘し、詐欺禁止規制の4b条は、目的解釈に従い、その適用範囲は先物契約の注文に限定されることなく、先物取引に関し広く適用されるべきであると判示した<sup>(64)</sup>。そして、商品取引所法の制定・改正に関する議会見解に示唆を得て、潜在的顧客 (potential customers) も事実上の顧客と同じように、詐欺防止条項の保護範囲に含まれるとして、地裁の判決を破棄した<sup>(65)</sup>。

さらに、第7巡回区控訴裁判所 Cummings 判事は、1936年商品取引所法の立法目的は、投資者を保護し、詐欺に関する取引慣行を除去することにあると強調している。また、

---

<sup>(62)</sup> 竹内昭夫「証券会社と顧客の関係」『アメリカと日本の証券取引法』（商事法務研究会・1975年）419頁参照。

<sup>(63)</sup> Jacobs, *Supra* note (7) p.879.

<sup>(64)</sup> Hirk v. Agri-Research Council Inc., 561 F.2d 96 (7th Cir. 1977) p.103.

<sup>(65)</sup> *Id.*, p.104.

議会の見解に従えば、口座開設の前、いわば投資勧誘の段階における商品取引上の詐欺的行為についても、詐欺禁止規制に服すべきであり、それが詐欺禁止規制の適用対象として認められると判示する<sup>(66)</sup>。

### 第1項 投資勧誘の不実表示

証券取引委員会は、証券会社の投資勧誘において合理的根拠が存在するかどうかの判断基準として、以下の二つを重視する。すなわち、以下のような投資勧誘には合理的根拠がなく、不適切なものとされる<sup>(67)</sup>。その第一は、断定的判断の情報提供である。とりわけ、証券市場における相場の変動を予測し、将来の株価の上昇または下落を判断するに当たって、特に新しい会社の株価に確信的な上昇・下落の数値を投資情報として顧客へ提供し投資勧誘をすれば、この推奨行為には、合理的な根拠が存在しないとされる。

しかし、相場変動に対する予測の表示は、断定的判断の情報提供と区別するために線を引くのが困難であるが、この表示は、市場仲介業者の儲け口となりがちであり、取引に経験・知識のない一般投資者に金銭上の損失をもたらす紛争の原因となりやすいという指摘がある。なお、もちろん、相場変動の可能性を予測する表示自体を禁止するのは効果がなく、実際的でもないと言われるが、外観上完全に利得を保証するように見える断定的判断の情報を提供すれば、市場仲介業者は責任を免れないのではないかと考えられる<sup>(68)</sup>。

もう一つは証券会社の調査義務である。すなわち、投資勧誘にあたっては、証券会社は合理的な根拠に基づいて投資助言を提供するために、合理的な調査が必要である。この調査について証券取引委員会は、まず顧客に推奨する証券に関する調査義務を証券会社に課している。

そして、証券会社が合理的な調査により、その証券に関する十分な情報の獲得に基づき、投資勧誘の合理的な根拠を形成できない場合、これを顧客に開示しなければならな

---

<sup>(66)</sup> Id.

<sup>(67)</sup> Jacobs, *Supra* note (7) p.889.

<sup>(68)</sup> Jerry W. Markham, *Commodities Regulation: Fraud, Manipulation & Other Claims*, Vol.13, (1989) p.7-21.

いと言われる。この開示義務は少なくとも、その証券の売買に関する危険性の警告と、その証券の推奨に関する制限的表示からなると考えられる<sup>(69)</sup>。また、証券取引委員会は、証券業者が証券を推奨する合理的根拠を有しない場合、とりわけ証券市場の相場変動についての断定的な情報を提供した場合には、この勧誘行為を詐欺と考えているようである<sup>(70)</sup>。

ところで、証券市場における不当勧誘の問題点については、裁判所は、証券会社の投資勧誘自体が重要事実に関する不実表示、または不開示とならないかぎり、証券取引委員会規則 10b-5 の詐欺禁止規制の適用を認めない<sup>(71)</sup>。

投資情報の不開示に関する1972年の *Affiliated Ute Citizens v. United States* 事件において、最高裁は規則 10b-5 の適用を肯認して、その情報事実の開示と投資決定の重要性を以下のように示している。すなわち、投資決定に際して、投資者が重要情報に従い、合理的な投資決定を作成するために、必要なのは情報の素材、いわゆる重要事実の開示である。また、事実上の因果関係については、情報開示の義務を有するため、その重要事実の不開示は、規則 10b-5 の詐欺禁止規制の構成要件となる、と判断した<sup>(72)</sup>。

1983年 *Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co.* 事件において、第11巡回区控訴裁判所は1977年の *Dupuy v. Dupuy* 判決<sup>(73)</sup> の見解を受け、証券取引法の規制により証券会社が証券の投資者に対し完全かつ公正な開示義務を有することを積極的に肯認している

---

<sup>(69)</sup> Jacobs, *Supra* note (7) p.893.

<sup>(70)</sup> *Alexander Reid & Co.*, 40 S.E.C. 986 (1962), *Mac Robbins & Co., Inc.*, 41 S.E.C. 116 (1962), *B. Fennekohl & Co.*, 41 S.E.C. 210 (1962), *Aircraft Dynamics Int'l Corp.*, 41 S.E.C. 566 (1963), *Heft, Kahn & Infante, Inc.*, 41 S.E.C. 379 (1963), *Hamilton Waters & Co.*, Securities Exchanges Act Release No.7725 (Oct.18. 1965), *Charles P. Lawrence*, Securities Exchanges Act Release No.8213 (Dec. 19. 1967), *Armstrong Jones & Co.*, Securities Exchanges Act Release No.8420 (Oct. 3. 1968), *In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.*, Securities Exchanges Act Release No.14149 (Nov. 9. 1977).

<sup>(71)</sup> *Markham*, *Supra* note (68) Vol.13, p.7-2.

<sup>(72)</sup> *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 31 L.Ed.2d 741 (1972) p.745.

<sup>(73)</sup> *Dupuy v. Dupuy*, 375 F.Supp. 730 (E.D.La. 1974), 511 F.2d 641 (5th Cir. 1975), 551 F.2d 1005 (5th Cir. 1977). この事件は、電話により、証券の売却を合意した取引の勧誘行為は証券詐欺であるかという論争である。Louisiana 州の連邦地方裁判所、および第5巡回区控訴裁判所は、電話設備を利用し、証券の売買を勧誘する行為につき、その行為は説明が不十分・不適當であったとして、証券取引の詐欺禁止規制に基づいて、司法上の私的訴権を与えるべきと判示している。

<sup>(74)</sup>。それにもかかわらず、Fay 判事は控訴人 Thompson 氏の訴求を却下したのである。すなわち、控訴人の Thompson 氏が、証券オプション取引に関連する危険性の不開示のため、被控訴人の証券会社に損害賠償請求を提出することに対し、同裁判所は、被控訴人が合理的な注意を払って顧客の口座を取り扱っていること、控訴人がその危険性を認識していることを認めて、当該の損害賠償請求には理由がないという結論を下したのである<sup>(75)</sup>。

そして、1984年 Zerman v. Ball 事件においては、第2巡回区控訴裁判所は、証券業者が証券市場に関する事実を故意かつ不実に表示し、顧客に証券の売買を勧誘することは詐欺的行為であり、1934年証券取引所法10条b項および規則10b-5に従い責任を負うべきものとしている<sup>(76)</sup>。

このように、看板理論に基づき、証券会社は開示義務を要求され、その内容は、完全な真実の表示義務と思われる。この開示義務を前提として、証券会社は証券市場に関する予測、陳述、もしくは意見を述べる前に、合理的な調査を行なったうえで、合理的な根拠に従って顧客に投資勧誘をしなければならないとされる<sup>(77)</sup>。

商品取引の詐欺禁止規制については、1970年代後半、商品先物取引委員会が法の授權を得て、商品取引に関する規則を制定すると同時に、商品取引所法4b条の詐欺禁止規制を以下のように解釈した。すなわち、先物取引契約に関する詐欺禁止規定（antifraud provision）については、顧客が利益を獲得するという口頭または書面保証、あるいは損失の可能性がない潜在的利益を示唆する主張・提案は禁じられるべきである。さらに、すべての予測行為もしくは推奨行為が上述のようなものではなく、事実上合理的な根拠を有しないとすれば、それは法的に許されない行為である。とりわけ過度で煽動的な表示・陳述を使い、投資者に感情的に取引行為を促進させるための投資勧誘が、法的には認められないことを明確に示している<sup>(78)</sup>。

---

<sup>(74)</sup> Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co., 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1983) p.1418.

<sup>(75)</sup> Id., p.1419.

<sup>(76)</sup> Zerman v. Ball, 735 F.2d 15 (2d Cir. 1984) p.22.

<sup>(77)</sup> Jacobs, Supra note (7) p.905.

<sup>(78)</sup> CFTC Interpretative Letter No.77-16, [1977-1980 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 20,498 (Oct. 14, 1977) p.22,065.

In re British American Commodity Corp. 事件において、同委員会は、取引相場の値上昇を確実であると称して、顧客に投資勧誘を行ったことが固有の詐欺的行為に当たると判断した<sup>(79)</sup>。そして、Weinberg v. First National Monetary Corp. 事件および Seith v. Van Alen 事件においては、同委員会は、先物取引に関し利益獲得または損失補填を保証し、投資勧誘をする行為が詐欺的であり、商品取引所法に違反すると指摘する<sup>(80)</sup>。

Markham 教授は、商品先物取引委員会の審決においては、先物業者の投資勧誘に関する表示が不実表示、または詐欺に構成するかどうかが重視されていると指摘する。すなわち、先物業者が顧客の獲得のために冷静な投資判断を妨げる表示、とりわけ利益獲得・損失補填のような保証表示をした場合、このような勧誘行為は不法であり、それを不実表示または詐欺として、先物業者の責任を追及するのが同委員会の立場である<sup>(81)</sup>。

Horn v. Ray E. Friedman & Co. 事件において第8巡回区控訴裁判所は、取引市場に関して先物業者が意見・予測を表示し顧客を勧誘することについて、先物業者はその表示が嘘であることを知っていた場合を除き、その市場に関する意見の表示は、詐欺的な行為を構成しないとしている<sup>(82)</sup>。そして、Hill v. Bache Halsey Stuart Shields, Inc. 事件において第10巡回区控訴裁判所は、先物業者の投資助言につき、その意見が結果とは違った場合であっても、それによって不実表示、または詐欺責任が生ずることはないとしている<sup>(83)</sup>。一方、1986年の Saxe v. E.F. Hutton & Co. 事件においては、第2巡回区控訴裁判所は、先物取引の危険性と投機性に関する先物業者の不実表示を認めて、New York 州連邦地方裁判所の結論を棄却した。すなわち、同地裁は、先物取引に関する利益・損失の

---

<sup>(79)</sup> In re British American Commodity Corp., [1977-1980 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 20,526 (C.F.T.C. 1977).

なお、Erblich v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. [1977-1980 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 20,540 (C.F.T.C. 1977) p.22,233. この事件には、先物業者は市場の潜在性につき、条件の利益獲得を表示していたが、証券取引委員会は、当該取引に関する危険が開示されていたため、先物業者の表示が詐欺的行為としては考えられなかったとしている。

<sup>(80)</sup> Weinberger v. First National Monetary Corp., [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 22,854 (C.F.T.C. 1985) p.31,481; Seith v. Van Alen, [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 23,101 (C.F.T.C. 1986) p.32,262.

<sup>(81)</sup> Markham, *Supra* note (68) Vol.13, p.7-47.

<sup>(82)</sup> Horn v. Ray E. Friedman & Co., 776 F.2d 777 (8th Cir. 1985).

<sup>(83)</sup> Hill v. Bache Halsey Stuart Shields, Inc., 790 F.2d 817 (10th Cir. 1986) p.824.

保証を表示した先物業者の表示は、顧客の気を引くための不当な売り込みの手口であり、このような誇大宣伝は不実表示を構成すると判断した<sup>(84)</sup>。

商品先物取引委員会は、顧客保護の規則として危険開示の条項を制定し、先物業者に危険開示を義務づけている<sup>(85)</sup>。この危険開示義務は、商品市場における危険性の存在、およびその取引リスクを顧客に理解してもらいたいという目的を有するのみならず、さらにMarkham教授が指摘しているように、「この危険開示義務は、適合性原則における要件を構成している」のである。すなわち、先物業者は、顧客に対して危険を開示することにより、その者に商品取引に適格であるかどうかを考えさせられなければならないのである<sup>(86)</sup>。

この危険開示の義務を履行するに当たっては、顧客に正しい市場情報を確実に開示しなければならない。もしも、先物業者がそれに反して、顧客に投資勧誘を行った場合、商品取引委員会は、先物業者による事実の不開示と顧客の投資決定との間の因果関係の存在を推定する。言い換えれば、顧客がその危険を認識したうえで、取引口座を開設した事実を先物業者が立証しないかぎり、商品先物取引委員会は、先物業者に商品取引所法の違反を認め得るとしている<sup>(87)</sup>。また、Weinberger v. First National Monetary Corp. 事件において、商品先物取引委員会は、取引に関する損失を矯小化し、利益を保証する先物業者の投資勧誘行為は、その開示義務に反していることを認め、それを違法としている<sup>(88)</sup>。

先物業者の危険開示義務については、第11巡回区控訴裁判所は、Clayton Brokerage Co. v. C.F.T.C. 事件において商品取引委員会の見解を支持する。同裁判所は、先物業者が顧客に対し、危険開示告知書が形式上のものであると説明したのみならず、その重要性を

---

<sup>(84)</sup> Saxe v. E.F. Hutton & Co., 789 F.2d 105 (2d Cir. 1986) p.112.

<sup>(85)</sup> 17 C.F.R. § 1.55, Distribution of "Risk Disclosure Statement" by Futures Commission Merchants and Introducing Brokers.

<sup>(86)</sup> Markham, Supra note (68) Vol.13, p.9-2.

<sup>(87)</sup> Sher v. Dean Witter Reynolds, Inc., [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 22,266 (C.F.T.C. 1984) p.29,371.

<sup>(88)</sup> Weinberger v. First National Monetary Corp., [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 22,845 (C.F.T.C. 1985) p.31,481.

割引きして、利益の存在と損失の不存在を保証した投資勧誘の行為が、商品取引所法に基づく重要事実の開示義務に違反し、その不実表示が顧客の商品取引に関する危険の認識を妨害していたと指摘する<sup>(89)</sup>。

## 第2項 適合性原則

証券取引委員会は、看板理論を根拠として証券会社に適合性原則を要求しているが、証券取引に関する自主規制団体は、不公正な取引の発生を防止するために、顧客に適合する証券を推奨するように適合性原則の精神を明文化する努力をしている。すなわち、証券会社は投資勧誘に際しては、その推奨証券に関する認識、および顧客の個人投資情報に対する認識を基礎として、相当かつ合理的な根拠を有しなければならないとしている<sup>(90)</sup>。この適合性原則は、証券会社がその顧客に不適合な証券取引を推奨する場合には、それが詐欺的な行為を構成するという解釈を導くと思われる。

この適合性原則に従えば、証券会社は、証券と顧客に対し調査義務を負うのみならず、相当な根拠に基づいて顧客に投資勧誘をすることがかなり厳格に義務づけられる。とりわけ、投資勧誘の判断については、証券会社が顧客の投資目的・必要、およびその財産状況に鑑み、投資助言をすべきため、この適合性原則は、取引上の倫理規制にしか存在しない極めて厳格な要請であるといわれる<sup>(91)</sup>。

しかし、この適合性原則の概念は広範囲にすぎ、不明確であるとも指摘される<sup>(92)</sup>。まず、適合性原則の要請は、証券会社が顧客に関する情報を有する場合のみ、その適合性をはかる責任 (suitability duty) があるとするものであるのか、あるいは投資者の顧客情報に関し、証券会社が積極的な調査義務を有するとするものであるのか、という疑問がある。そして、証券会社の投資勧誘に信頼し投資決定をするのでないかぎり、この適合性原則は適用すべきではないのではないのか、という議論もなされている。

確かに適合性原則は、本質的に高度倫理規制の要請であるため、これまで法的規制

---

<sup>(89)</sup> Clayton Brokerage Co. v. C.F.T.C., 794 F.2d 573 (11th Cir. 1986).

<sup>(90)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.1, p.557.

<sup>(91)</sup> Jacobs, *Supra* note (7) p.898.

<sup>(92)</sup> *Id.*

ば、証券会社の責任が追及されるべきであるというものである<sup>(97)</sup>。

これに対し商品取引については、商品先物取引委員会は1985年以降、Phacelli 事件に対する見解を改め、先物業者が適合性原則に違反しただけでは、商品取引所法 4 b 条における詐欺的責任を負わせるべきではないとしている。また、初期の裁判例に属する Myron v. Hauser 事件も、商品先物取引委員会規則に適合性原則が規定されていないため、その適合性原則を根拠とした法律上の責任が先物業者に存在しないと、消極的に判断している<sup>(98)</sup>。

そして、1986年 Bieganeck v. Wilson 事件において Illinois 州の連邦地方裁判所は、商品取引所法には適合性原則を訴訟の根拠理論とする規定がないと明白に判断している<sup>(99)</sup>。さらに、Schofield v. First Commodity Corp. 事件において、第 1 巡回区控訴裁判所 Coffin 判事は、適合性原則が存在するかどうかに関して積極的な司法判断をしていないが、その取引に関する重要事実を告知せずに顧客に投資勧誘することは詐欺的であるとして、商品取引所法 4 b 条に基づく損害賠償の請求を肯認している<sup>(100)</sup>。

なお、1990年の Puckett v. Rufenacht, Bromagen & Hertz, Inc. 事件において、第 5 巡回区控訴裁判所は、商品取引所法 4 b 条における適合性原則をめぐる論争につき、以下のような結論を下した。すなわち、同裁判所の Brown 判事は、商品取引に関する危険性の開示・警告を行なう義務を先物業者が履行すれば、顧客は、その危険を認識したうえで、自己の判断で投資を決定することができるので、その危険を自らが引き受けるべきであるため、法の詐欺禁止規制に基づき取引の損失を償う理由がないと指摘し、顧客が当該取引に適合的かどうかを告知しなかったこの先物業者に詐欺行為の責任はないとしている<sup>(101)</sup>。

---

<sup>(97)</sup> Markham, *Supra* note (68) Vol.13, p.10-4. なお、Mauriber v. Shearson/American Express, Inc., 567 F. Supp. 1231 (S.D.N.Y. 1983); Yancoski v. E.F. Hutton & Co., 581 F. Supp. 88 (E.D. Pa. 1983) 事件は、適合性原則の違反は、その投資勧誘が不実表示を構成するため、証券会社の責任を認めた例である

<sup>(98)</sup> Myron v. Hauser, 673 F.2d 994 (8th Cir. 1982) p.1005.

<sup>(99)</sup> Bieganeck v. Wilson, 642 F. Supp. 768 (N.D.Ill. 1986) p.772.

<sup>(100)</sup> Schofield v. First Commodity Corporation of Boston, 793 F.2d 28 (1st Cir 1986) p.34.

<sup>(101)</sup> Puckett v. Rufenacht, Bromagen & Hertz, Inc., 903 F.2d 1014 (5th Cir. 1990) p.1020.

なお、龍田 節「先物取引委託者の適格性」『商品取引所論体系(7)』（全国商品取引所連合会・1991年）12頁参照。

以上のように、適合性原則をめぐっては、それが本来いわゆる市場取引における倫理的な概念であるけれども、証券・商品取引委員会はそれを法規範に進化させるべく精一杯努力している。ところが、適合性原則違反が詐欺禁止規制に違反するかどうかについての裁判例は、制限的な見解を示しているのである。すなわち、適合性原則については、それが証券会社または先物業者による不実表示、または詐欺に該当しないかぎり、詐欺禁止規制は適用されるべきでないというのが判例法の立場であると思われる<sup>(102)</sup>。

最後に、適合性原則の違反について、もっとも重要な問題は、いわゆる過当取引(Churning)であると言われる。しかも、過当取引の行為は、適合性原則に違反する行為として、証券会社、または先物業者に対し詐欺責任を追及する事例が少なくないようである。そこで、米国における投資勧誘の裁判例の検討に際しては、過当取引の事例が適合性原則の検討にとって欠かせない部分であると思う。

過当取引の行為とは、証券会社または先物業者が委託業務において、もっぱら一般手数料などの収入を増加する目的において、顧客の口座に取引を過度に行うことである。この行為は、利益衝突の典型的な例の一つと言われる<sup>(103)</sup>。

過当取引は、Markham教授が以下に指摘しているように、違法で詐欺的な行為である。すなわち、証券市場か商品市場かを問わず、特に一任勘定契約が締結された場合、顧客の口座取引の決定の裁量権を与えられる証券会社または先物業者が、顧客の財政状況および投資目的を無視し、過当な頻度または数量の取引を行った場合には、適合性原則に違反しているのである<sup>(104)</sup>。

この過当取引の訴争においては、顧客の投資決定に影響を与える情報上の欺瞞を理由として、訴訟が行なわれるのではなく、その詐欺的行為はむしろ証券会社または先物業者が顧客の期待を裏切ったことにあると指摘される。そして、このような過当取引は、市場仲介者の信頼のみならず、その顧客の信頼をも、大きく傷付けていたと言われる

---

<sup>(102)</sup> O'Connor v. R. F. Lafferty & Co., [1991-1992 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 96,652 (May 28, 1992) p.93,077.

<sup>(103)</sup> Patricia A. O'Hara, The Elusive Concept of Control in Churning Claims Under Federal Securities and Commodities Law, 75 The Georgetown Law Journal 1875 (1987) p.1875.

<sup>(104)</sup> Markham, *Supra* note (68) Vol.13, p.11-2.

<sup>(105)</sup>。というのは、証券会社または先物業者は、市場仲介の役割を公正に果たすために、いわば業者自身の利益よりも、顧客の最善利益を優先する受託業務の執行は、顧客が専門家業者の投資助言に従い、さらにその投資決定に裁量権を授与し、売買委託をするからである。

証券会社の過当取引行為に関する証券取引委員会の法的見解は、以下のようなものである<sup>(106)</sup>。まず、過当取引は1934年証券取引所法15条 c 項1号における証券会社の行為基準に違反することになる。すなわち、規則15 c 1-7によって証券会社が顧客に一任された場合には、当該口座の資金量や取引の性格と比べて、数量・頻度において過当な店頭市場の取引を行なうことは違法であるが、契約上の売買委託を一任されない場合にも、その過当取引は詐欺的な行為である。すなわち、その過当取引行為は、同委員会規則10 b-5における詐欺的戦略に含まれるものとして、詐欺禁止規制に基づき損害賠償の民事訴権が生ずる<sup>(107)</sup>。

ところで、過当取引の認定には、過当性 (excessiveness) が決定的要素となる。過当性とは数量上、または頻度上において、当該取引が違法な程度に過度であることをいう。しかし、顧客ごとの財務状況・投資目的に応じて、個別に考慮されるべきであるため、過当取引に唯一の判断基準を設定するは、極めて困難であると指摘される<sup>(108)</sup>。

その困難にもかかわらず、過当取引の該当行為は、1985年 Arceneaux v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 事件における第11巡回区控訴裁判所の司法判断に従うべきである。すなわち、Arceneaux 事件において Fay 判事は、「過当取引は、証券会社が手数料稼ぎを目的として、顧客の利益を考慮せずに、顧客の口座で証券取引を売買する行為

<sup>(105)</sup> Hazen, *Supra* note (2) Vol.1, p.567; O'Hara, *Supra* note (103) p.1882; Mundheim, *Supra* note (34) p.471.

<sup>(106)</sup> Jacobs, *Supra* note (7) p.930; O'Hara, *Supra* note (103) p.1184; Hazen, *Supra* note (2) Vol.1, p.567. なお、近藤光男「相場操縦に関する米国判例法の展開」『証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告：相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』（資本市場研究会・1993年）312頁参照。

<sup>(107)</sup> *In re E. H. Rollins & Sons, Inc.*, 18 S.E.C. 347 (1945); *In re Norris & Hirschberg, Inc.*, 21 S.E.C. 865 (1946); *In re Behel, Johnsen & Co.*, 26 S.E.C. 163 (1947); *In re Walter S. Grubbs*, 28 S.E.C. 323 (1948).

<sup>(108)</sup> O'Hara, *Supra* note (103) p.1891. なお、Mihara v. Dean Witter & Co., Inc., 619 F.2d 814 (9th Cir. 1980) p.821. Campbell 判事は、過当取引の認定につき、明確な境界線がないのだが、年間の売買回転率が6以上とすれば、過当取引であることが考えられると示唆している。この売買回転率は、買い付けた株式の株価総額を毎月の平均投資額で除したもので、過当取引か否かの一つの判断基準と言われる。Hazen, *Supra* note (2) Vol.1, p.569; 近藤・前掲論文（註104）313頁参照。

である」としながら、過当取引の訴訟には、以下のような立証が必要であると指摘している。すなわち、(1)顧客の投資目的からすれば、その取引は過度であること、(2)過当取引は、証券会社が当該口座に支配権を有し、行使した結果であること、(3)証券会社が顧客に対して詐欺を行い、または故意的にあるいは過失により顧客の利益を無視していることが証明されなければならない<sup>(109)</sup>。

一方、商品取引については、Markham 教授は以下のように指摘している<sup>(110)</sup>。すなわち、商品取引は主として、市場価格の変化による実物取引の差損発生に対応するために、顧客が先物取引を行うリスク・ヘッジである。したがって、商品取引においては、市場価格の変化に基づく先物業者による短期的売買こそ、その基本的な取引戦略である。この短期的取引戦略 (short-term trading strategies) は、相場価格の差損を回避する先物取引の特色であり、この特色は証券市場には考えられない。そのために、商品市場における利益衝突の典型事例は、過当取引ではなく、スキャルピング (scalping) であると言われる。

商品先物取引委員会は、1974年の設立以降、投資者保護のために過当取引の行為を規制すべきであるという CFTC 諮問委員会の提案を受け、一任勘定取引、または事実上、顧客の口座を支配する委託取引をする先物業者による過当取引を違法な行為とする同委員会規則を制定しようとしていたが、結局見送ったようである<sup>(111)</sup>。

それにもかかわらず、同委員会は、In re Lincolnwood Commodities 事件<sup>(112)</sup>の審決判断において、売買の回転率を利用して、過当取引を判断する見解が適当である、と支持している。また、Fields v. Cayman Associates, Ltd. 事件において、以下の状況が過度な取引

---

<sup>(109)</sup> Arceneaux v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 767 F.2d 1498 (11th Cir. 1985) p.1501.

<sup>(110)</sup> Markham, *Supra* note (68) Vol.13, p.11-5.

<sup>(111)</sup> The C.F.T.C. Advisory Committee on Commodity Futures Trading Professionals, [1977-1980 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 20,474 (Sept. 6, 1977) p.21,926.

商品先物取引委員会は、数理的な分析テストが正確に形成されていないように、顧客の口座で先物業者が「過当」取引を行う判断基準の設定については、困難であるとしている。

<sup>(112)</sup> In re Lincolnwood Commodities, [1982-1984 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 21,986 (C.F.T.C. 1984) p.28,248.

に構成する要因であると指摘している<sup>(113)</sup>。すなわち、(1)手数料が収入の構成に高率に占めていること、(2)毎日取引、いわゆる同日取引と同日清算することが高率であること、(3)先物業者が、以前に同意した取引戦略を逸脱すること、(4)利鞘に基づき、先物業者が取引すること、および(5)顧客との元取引契約関係を新たに再確立するため、合意なしに短時間に同一取引を行なうことが、過当取引であるとする。

なお、第2巡回区控訴裁判所は *Saxe v. E.F. Hutton & Co., Inc.* 事件<sup>(114)</sup>において、顧客の投資目的に違反し、手数料を増やすために、証券会社が過度な取引を行った場合においては、過当取引の発生が十分可能であると肯認しているが、1987年 *Romano v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith* 事件においては、第5巡回区控訴裁判所は、*Miley v. Oppenheimer & Co., Inc.* 事件<sup>(115)</sup>の判断に従い、証券取引に関する過当取引の立証要件を商品取引にも適用して、当該過当取引の訴えは理由がないと斥けている<sup>(116)</sup>。

---

<sup>(113)</sup> *Fields v. Cayman Associates, Ltd.*, [1984-1986 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 22,688 (C.F.T.C. 1985) p.30,928.

<sup>(114)</sup> *Saxe v. E.F. Hutton & Co., Inc.*, 789 F.2d 105 (2nd Cir. 1986) p.112.

<sup>(115)</sup> *Miley v. Oppenheimer & Co., Inc.*, 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981) p.324.

<sup>(116)</sup> *Romano v. Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 834 F.2d 523 (5th Cir. 1987) p.529.

### 第3章 投資勧誘の不実表示責任

前章に述べられたように、投資勧誘行為が不実表示を構成しないかぎり、証券会社または先物業者には、詐欺禁止規制の違反として、証券または商品に関する詐欺行為は成立していない。すなわち、詐欺禁止規制における投資勧誘の民事責任は、顧客にとって適切でない勧誘行為すべてに詐欺責任を課すべきではなく、裁判例が指摘するように、その勧誘行為が不実表示に該当した場合に、証券・商品取引仲介業者に不当勧誘の責任が問われるのである。

証券取引委員会規則 10b-5 の訴訟においては、その詐欺的諸行為が不実表示、または不開示を構成するために、とりわけ証券会社が、一定の情報、事実を正確に伝えず、相手方を誤解せしめるような表示を行なった場合、またはその開示を怠った場合、その投資勧誘行為が証券詐欺訴訟の対象とされていると思われる<sup>(1)</sup>。これに対し、商品市場において先物業者は、商品取引の専門家であるため、詐欺的行為に従事しないように、とりわけ顧客に対し、誤解しやすい事実上の陳実・表示をしてはならない義務を負っている。すなわち、先物業者は顧客を取引の相手とすると、当該取引に関する重要な事実、特に商品先物投資に関する危険性をすべて開示すべき責務がある。もし、その事実を開示しないときは、先物業者は詐欺禁止規制に違反するとし、詐欺責任を追及されることが指摘されている<sup>(2)</sup>。

そして、米国の裁判例では、不当勧誘行為が不実表示を構成するために、詐欺禁止規制の違反を認められるとしている。その不実表示が、証券会社または先物業者に詐欺責任を問われる根拠となるのである。そのために、不実表示が不当勧誘の中心問題である以上、証券・商品取引における市場仲介者の投資勧誘は、まず究明しなければならない

---

<sup>(1)</sup> Dension v. Kelly, [1991 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 96,019 (Mar. 20, 1991) p.90,097. 10b-5の詐欺禁止規制においては、証券会社が顧客に対し、当該取引情報の不開示または事実上の不実表示を行なった場合、詐欺的禁止行為を該当するのである。

なお、山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 に基づく私的訴訟について (1)」民商法雑誌80巻1号21頁参照。

<sup>(2)</sup> Philip McBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Commodities Regulation* (2nd ed. 1989) Vol.3, p.161.

するのである。つまり、不実表示が違法性を帯びているとき、不実表示者に責任要件としての故意・過失が備わるかぎり、その損害への法的救済が被害者に与えられるとするのが英米法における不実表示の法理論の本旨であると言われる<sup>(5)</sup>。

そして、不法行為責任の基礎としての不実表示は、とりわけ当事者間に契約関係の存する場合には、不実表示を受けた者がその表示に誘われ、契約を締結したことが中心問題であると指摘される。すなわち、問題は、契約交渉段階において、契約の成立に関する当事者の陳述又は断言に限定されるとしている<sup>(6)</sup>。この不実表示は、さらに木下教授の指摘されるように、大陸法系において「契約締結上の過失」の法理論に対応して、契約締結段階に関する責任の追及に広範な機能を有し、極めて注目されるべき法理論と思われる<sup>(7)</sup>。

伝統的な法理論によれば、不実表示は、詐欺的不実表示 (fraudulent misrepresentation) と善意的不実表示 (innocent misrepresentation) と分けられている<sup>(8)</sup>。前者は、悪意の不実表示と言われる。この詐欺的不実表示では、不実表示者がある事実を、虚偽と知りつつ、又は真実と信じていることなく、相手方に表示することである。すなわち、表示者が虚偽であることを知っている場合、真実だと信じてはいない場合、又は真実か否かについて顧慮しない、いわゆる *recklessness* の場合としている。

これに対して、後者は、善意の不実表示と言われる。すなわち、表示者が真実だと思っていた場合、不実表示は、事実と一致しない積極的陳述、隠匿行為、及び特定事実の不開示から構成されるのである。この善意的不実表示は、*fraud* (詐欺) と *mistake* (錯誤) との中間的形態として、エクイティにより独立に発展してきた不実表示の法理と言われる<sup>(9)</sup>。

<sup>(5)</sup> 曾野和明「不実表示と不法行為責任」関西大学法学論集12巻954頁は、「詐欺は不実表示の一つ場合としてあわれるにすぎず、それは不実表示をなすについての故意にさらに詐害意図の加わったものである。しかし詐害意図の存しない場合にあっても不実表示が違法性を帯びるかぎり不法行為たりえないはずはない」としている。

<sup>(6)</sup> 曾野・前掲論文(註5) 957頁参照。

<sup>(7)</sup> 木下・前掲書(註4) 323頁参照。

<sup>(8)</sup> 望月礼二郎『英米法〔改訂第2版〕』（青林書院・1990年）361頁、田中英夫『英米法辞典』（東京大学出版会・1991年）560頁参照。

<sup>(9)</sup> 田中・前掲書(註8) 560頁参照。

## 第2節 米国における不実表示の法理の展開

一般に指摘されるように、不実表示は、人をして契約締結へと誘うところ、真実ならざる虚偽の表示であるため、契約法においてのみならず、不法行為法においても、古来議論が多い問題である。どのような不実表示がどのような要件に基づき責任を生ずるのかは、肝要な部分と思われる<sup>(10)</sup>。

さて、米国第2次契約法リステイメントによれば、不実表示は、事実と一致しない積極的陳述であり、そして事実の隠匿行為、さらに特定の場合にはその不開示も、かかる積極的陳述と同様としていることである<sup>(11)</sup>。そして、米国法における不実表示の理論の発展について、望月教授は、以下のように指摘される。すなわち、「アメリカにおいて、不実表示は、契約法において取消原因となり（Restatement, Contracts 2d. § 164）、不法行為法において損害賠償の根拠となる（Restatement, Torts 2d. § 525, 552）」として、明白に述べられるようになった<sup>(12)</sup>。ここでは、コモン・ロー及びエクイティの法体系に基づき、不実表示の法理を検討したい。

### 第1款 コモン・ローにおける不実表示と不法行為責任

米国では、不実表示の法理は、契約法と不法行為法を準則としている。すなわち、不実表示に関する法的原則について、契約法上は当該契約の取消を中心に構成されているのである。さらに、詐欺的不実表示に限って、表示者は詐欺のため、不法行為としての損害賠償責任を課されることとしている。この米国法における不実表示の法準則によれば、不実表示でかつ重要なものでないかぎり、不法行為法に基づき詐欺的不実表示、いわゆる詐欺の不法行為責任は発生しないとされている<sup>(13)</sup>。

一般に指摘されるように、相手方を欺罔して自己と契約を締結させた者に対し、民事上契約の履行を強制することができないような法的体系においては、英米法においても、

---

<sup>(10)</sup> 望月・前掲書（註8）361頁、木下・前掲書（註4）323頁参照。

<sup>(11)</sup> Restatement 2nd of Contracts § 159, § 160, § 161. なお、木下・前掲書（註4）323頁参照。

<sup>(12)</sup> 望月・前掲書（註8）362頁参照。

<sup>(13)</sup> 木下・前掲書（註4）324頁参照。

大陸法においても、詐欺が約束ないし契約の取消事由となることには異論がないと思われる。それにもかかわらず、主観的な故意的要素を詐欺行為成立の前提とする大陸法系に対して、英米法系においては、欺罔行為によって錯誤に陥った被欺罔者の法的保護を重視し、欺罔者に故意的要素があったか否かはそれほど重視していない点において、著しい差異があると言われる<sup>(14)</sup>。したがって、英米法上においては、詐欺への認定範囲が広いと指摘されている。すなわち、詐欺的行為とは、表示者は、ある事実が真実に反することを知りながら、かかる事実を積極的に陳述する場合だけでなく、少なくとも認識ある過失 (recklessness) によって不真実の事実を述べる場合をもふくむとしているのである<sup>(15)</sup>。

上述のように不実表示については、法はそれを詐欺の法理論に従い、不法行為の責任を追及するとしている。これが、不実表示の適用範囲が広いとされる所以である。すなわち、表示者が詐欺の意図を持ちつつ、不実表示をした場合、又はかかる事実が不真実なことを認識し、もしくは不実表示に関して認識ある過失がある場合にも、この積極的な陳述・表示が詐欺的な行為を構成するために、この不実表示者は詐欺責任を課されるべきであるとしている<sup>(16)</sup>。

不実表示の理論については、積極的な陳述・表示のみならず、消極的な陳述・表示、

<sup>(14)</sup> 前掲註。

<sup>(15)</sup> 木下・前掲書(註4) 325頁参照。

<sup>(16)</sup> William L. Prosser, *The Law of Torts* (4th ed. 1971) p.699; 松本恒雄「英米法における情報提供者の責任—不実表示法理を中心として」法学論叢101巻2号79頁参照。

一般的に言えば、不実表示をめぐる不法行為の責任は、故意責任 (intent)、過失責任 (negligence)、厳格責任 (strict liability) に分けられるのである。

すなわち、米国法においては、表示者の誠実さのみを信頼する場合だけでなく、さらにその者の表示に対する信頼を予期すべき特別の理由がある場合には、不実表示の不法行為責任を拡張する傾向にあると言われる。なお、指摘されるように、米国法では、1931年 *Ultramares Corp. v. Touche* 255 N.Y. 236; 174 N.E. 441 (1931) 判決以来、過失の不実表示責任の成立を制限し、重過失の場合にのみ詐欺を構成し、不法行為責任を追及する方向と、不法行為法リストイメントにおける過失責任を認める理論の方向との対立状態があるが、大勢として、過失不実表示の責任を認めていくとの法的展開にあるようである。

なおさら、米国法においては、動産売買における保証 (Warranty) 責任の理論を拡大し、不実表示の責任に厳格責任を適用する説がある。すなわち、土地、証券及び特許権に関する取引行為を代表として、契約当事者が表示されるような事実の存在を信頼し、又は意見、批評の妥当性を行動への指針として信頼する場合、不実表示者に対し、厳格責任を課するべきとする論点は、この善意無過失の不実表示へ不法責任の適用範囲を拡大しようとするものと指摘される。この善意不実表示について、木村俊郎「アメリカにおける善意不実表示による損害賠償と原状回復の理論について」関西法学35巻6号73頁参照。

すなわち事実の不開示ないし事実の隠匿行為も、不実表示の責任を構成する可能性がある」と指摘される。すなわち、自己の知っている事実を相手方に知らせることが、法的義務であるという。しかし、契約を締結する際には、単なる事実の不開示が不実表示を構成することは、一般的ではない。勿論のことであるが、両当事者は、対等取引の概念に基づき、自己の知っている事実を相手方に積極的に知らせるべき法律上の開示義務がないという<sup>(17)</sup>。

Columbia 大学 Farnsworth 教授は以下のように述べている。すなわち、法の不正義があらわれたとき、コモン・ロー上の開示義務が例外的に認めとする必要がある。とりわけ、証券の取引売買及び消費者貸借取引の領域においては、開示義務の法理が例外的に発展してきたものと思われる<sup>(18)</sup>。

指摘されるように、この法理は制定法や特殊業界などの慣習に基づき、開示義務として形成されるのであるが、コモン・ローにおける最高信義の契約という概念からの派生物と言われる。すなわち、この情報開示の法的義務は、信義誠実及び公正取引に関する法的態度の変化に対応し、英米契約法体系における新たな法的理論として発展していると言われる<sup>(19)</sup>。

法律上の開示義務違反が認められるのは、例外的ケースに限られる。というのは、木下教授が指摘しているように、その不開示行為は、詐欺を構成する積極的隠匿と、詐欺を構成しない単なる黙秘との間に明確な線を引くことは容易ではないからである<sup>(20)</sup>。

なお、Farnsworth 教授も、法的開示義務は、次の状況にしか存在しないと言われる。すなわち、信託又は信任関係に基づく場合、情報内容の正確性が必要とされる場合に、事実の不開示が不実表示とされるのである<sup>(21)</sup>。

黙示が表示を歪曲する場合、当事者間に信頼関係が存在する場合において、この不開

---

<sup>(17)</sup> 木下・前掲書（註4）326頁、望月・前掲書（註8）371頁参照。

<sup>(18)</sup> E. Allan Farnsworth, *Contracts* (2nd ed. 1990) p.253.

<sup>(19)</sup> 望月・前掲書（註8）371頁、木下・前掲書（註4）327頁は、開示義務法理の形成は、不実表示への救済のため、コモン・ロー上の「買主をして警戒せしめよ（caveat emptor）」という英米契約法体系の法理の適用を例外に制限するとしている。

<sup>(20)</sup> 木下・前掲書（註4）327頁参照。

<sup>(21)</sup> Farnsworth, *Supra* note (18) p.254.

示、いわば消極的行為が、不実表示を構成し、不実表示の責任を問われるべき典型的事例は、次のような場合である。たとえば、事実の半面のみを述べて他の半面を述べない場合、もしくは契約締結に際し、事情変更のため、その陳述・表示が事実と反するようになった場合、これらは消極的な不表示・不陳述である。そして、本人と代理人、弁護士と依頼人、受託者と受益者などの「信認関係」ないし、医師と患者などの「信頼関係」がある場合においては、開示義務が認められる。さらに、保険契約、土地売買契約、株式引受契約、家族承継的財産設定などのいわゆる「最高信義の契約」の場合には、重要な事項を開示すべきことが要求されていると言われる<sup>(22)</sup>。

以上のように、米国では契約締結の段階における情報開示の法的義務は、例外的に成立するものである。すなわち、契約交渉においては、かかる情報がその取引に重要なものであり、かつその情報が利用可能なものであるという情報開示は、法的義務の意識をもって形成されているのである。さらに、とりわけ、信頼・信任関係を中心にする特定の取引においては、その情報が重要な役割を果たしているため、契約当事者間における情報開示義務の適用範囲が拡張する。その結果、開示すべき者の不開示に対し、当事者に法的措置を与えるのが不実表示法理の傾向であると指摘される<sup>(23)</sup>。

この不開示は、故意的でないかぎり、詐欺的不実表示を構成しない。すなわち、不注意・怠慢のために、重要性のある事実を不開示とした場合は、一方当事者は、不実表示の勧誘が契約成立の誘因と主張し、法に契約を取り消す権限を中心に、与えられるにすぎないとしている。つまり、不実表示について契約法上の効果は、不法行為法上の損害賠償責任に対して、取消を中心に構成されているということである<sup>(24)</sup>。

## 第2款 エクイティにおける不実表示と擬制詐欺責任

不実表示の責任については、コモン・ローにおける不法行為法上の問題のみならず、古くからエクイティ裁判所においては、不実表示が民事的救済の基礎になると指摘され

---

<sup>(22)</sup> 木下・前掲書（註4）328頁参照。

<sup>(23)</sup> 木下・前掲書（註4）333頁参照。

<sup>(24)</sup> Farnsworth, *Supra* note (18) p.269.

ている。このエクイティ裁判所は、かかる不実表示のため、当事者間の取引上の正義が歪められる状況に関心を示しているようである。すなわち、エクイティ上においては、法の規則に従うとするよりも、当該事案の平等・正義を維持し、みずから詐欺概念を発展させることとしている<sup>(25)</sup>。

この擬制詐欺の概念は実際上の詐欺と違い、コモン・ローよりはるかに広く、相手方が自由な意思を欠いている場合、相手方の信頼を裏切った場合、その他の非良心的取引の場合にも使用され、かかる被害者に法的保護を与えるものである。とりわけ、当事者の地位が不平等な場合、相手方の弱みに付け込むによる不公正な取引が行なわれたときに、当事者保護のために、裁判所は不法行為法上の意図を要件とせずに、それを詐欺行為とみなしているのが擬制詐欺の特徴である。なかでも、善意的不実表示が典型的な例と言われる。

木下教授は、「コモン・ローでは、善意不実表示の被害者には原則として法的保護が与えられず、当該善意不実表示が契約条項となったが、約因の全面的不成就を生じた場合、または、認識ある過失によりなされた場合にのみ、法的保護が与えられてきた」と指摘しながら、「善意不実表示をした当事者が取引の利益を得るという不公平さに気づいたエクイティは、取消の方法又は被害者に特定履行に対する抗弁として善意不実表示を主張させることにより、法的保護を与えるようになった」と強調している<sup>(26)</sup>。

このように、擬制詐欺では、欺罔の意思は存在しないために、原則として不法行為法上の損害賠償請求権を発生しないが、エクイティ上契約の取消ができるということである。

### 第3節 不実表示の詐欺責任の構成

詐欺的な証券・商品取引は、通常の詐欺の一種に過ぎないと思われる。この証券詐欺

---

<sup>(25)</sup> Prosser, *Supra* note (16) p.687.

<sup>(26)</sup> 木下・前掲書（註4）336頁参照。なお、善意不実表示の法理の発展につき、木下教授は、善意不実表示の構成は、エクイティ上契約の取消権を与えることのみならず、その取消に伴う原状回復としての損失賠償をも法的保護の一つにしているところから、擬制詐欺の法的救済より広い意味を持っているとしている。

または商品詐欺は、米国証券取引法、又は商品取引所法における詐欺禁止規制の対象とされ、投資者保護のために活用される有力な武器といわれる。

証券・商品取引に関する詐欺禁止規制の法目的については、以下のように指摘されている。すなわち、詐欺行為に関する法規制の概念は、情報の供与に大きな意義を有している。とりわけ、一方の当事者が取引決定をする際にして、他方に依頼し、その情報提供を信頼する場合、法は詐欺的な行為から保護する必要があるということである<sup>(27)</sup>。近藤教授は米国における不公正な証券取引規制につき、「議会は、連邦証券諸法を制定するに当たって、証券の売買においてはコモン・ローよりも広い救済を与えようとしたと考えられる」と指摘しているが、なお、各裁判所による「10b-5を解釈適用するに当たっては、盲目的に伝統的なコモン・ローのドグマに従うべきではないと考えられる」として、議会の意図である投資者の保護の実現を目指していると述べられる<sup>(28)</sup>。

証券・商品取引の詐欺行為に関する法的規制には、証券取引所法10条b項、証券取引委員会規則10b-5および商品取引所法4b条がある。前章における不当勧誘の民事責任については、証券会社又は先物業者による不当勧誘を詐欺禁止規制の違反として、民事責任の追及を認める司法判断が検討の対象となった。しかし、指摘されるように、この詐欺禁止規制の違反としては、不実表示、又は不開示が詐欺的行為の要である<sup>(29)</sup>。証券・商品取引における詐欺禁止規制においては、詐欺責任の構成は不法行為法によるものと思われるが、投資者の被害がより広範に救済されるため、裁判所はコモン・ロー上の要件に制約されず柔軟な態度をもって、投資者保護の役割を果たしている。

1943年 Charles Hughes & Co. v. S.E.C. 事件は、不当勧誘における証券会社の詐欺責任を追及したケースとして、最も有名である。同事件において第2巡回区控訴裁判所 Clark 判事は、証券取引に関する市場規制の立法目的が詐欺の防止にあることを明らかにしている。そして、その市場の状況を熟知する人々の詐欺行為から、その市場状況を

---

<sup>(27)</sup> Donald C. Langvoort, *Fraud and Deception by Securities Professionals*, 61 *Texas Law Review* 1247 (1983) p.1251.

<sup>(28)</sup> 近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）176頁参照。

<sup>(29)</sup> 山田・前掲論文（註1）21頁、森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）243頁参照。

知らない人々を保護することが、立法の基本目的であると指摘している。したがって、同控訴裁判所は、証券会社が顧客に対し、市場情報を開示しなかったことが、重要事実の省略、又は詐欺的な計略となるため、詐欺行為であると判断し、証券取引委員会の審決を支持したのである<sup>(30)</sup>。

ところで、証券取引委員会規則 10b-5 の訴訟は、コモン・ロー上の詐欺概念を基礎として、証券取引に関する不公正な取引の規制を補うものと思われるが、私的訴訟に関する手続き、要件に関しては、従来何らの規制もなかったのである<sup>(31)</sup>。そのために、証券詐欺に関するこの規則 10b-5 訴訟は、裁判所が暗中模索のすえに、発展させてきたものである、と指摘されている<sup>(32)</sup>。

コモン・ロー訴訟における詐欺の民事責任を追及するために、まず当該事実に関し、被告が虚偽の表示をしたこと、当該不実表示により、原告の対応行動に信頼（因果関係）が存在すること、さらに原告に損害を及ぼすことが、訴訟要件である<sup>(33)</sup>。

## 第1款 詐欺行為

詐欺訴訟に関する論争においては、その詐欺の意図が最大の焦点の一つである。すなわち、被告の主観たる意思状況は、証券・商品取引諸法における詐欺責任を追及するための構成要素として、詐欺概念に存在する問題である。

この問題については、とりわけ商品取引所法における詐欺禁止規制の適用につき、まず検討したいと思う。まず、商品取引の詐欺行為に関する構成要件の認定は、商品先物取引委員会の見解は裁判所の見解と異なって、なかなか一致していないようである。商品先物取引委員会は、商品取引所法の詐欺禁止規制においては詐欺の意図が必要でないとしている。というのは、同委員会は、先物業者が商品取引に関する受託業務を執行す

---

<sup>(30)</sup> Charles Hughes & Co. v. S.E.C. 139 F.2d 434 (2nd Cir. 1943) p.437.

<sup>(31)</sup> Loius Loss, Fundamentals of Securities Regulation (2nd ed. 1988) p.955; Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, Vol.2 (2nd ed.1990) p.80. なお、日本証券経済研究所＝証券取引法研究会『現代米国証券取引法』（商事法務研究会・1989年）1193頁（岸田＝近藤）参照。

<sup>(32)</sup> 山田・前掲論文（註1）23頁参照。

<sup>(33)</sup> Connolly v. Havens, [1990-1991 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 95,925 (Apr. 23, 1991) p.99,592.

るため、代理人であるとの認識に立ち、顧客に信任義務を有すると解釈しているからである。この解釈に基づき、同委員会は法違反の詐欺概念を緩やかに解釈しているようである<sup>(34)</sup>。

このように、商品先物取引委員会は、先物業者が信任義務に違反するか否かに関心をもちながら、詐欺の意図を問わずに、詐欺禁止規制を適用して、先物業者の責任を追及するのである<sup>(35)</sup>。同委員会は、先物業者と顧客との間に、信任義務が存在するために、詐欺行為に対する意図の証明は必要がないとし、いわゆる擬制詐欺の適用が妥当だと考えているようである。すなわち、商品取引所法における詐欺禁止規制の構造、および立法上の意図から見て、議会の法的立場には、不公正な商品取引を規制するために、広範囲の詐欺概念を容認するという意味が存在すると、同委員会は強調している<sup>(36)</sup>。そのために、先物業者における投資勧誘の開示義務、特に危険開示が不履行であるとき、商品先物取引委員会は、その不当勧誘が不実表示であるとの立証を要することなく、商品取引所法 4b 条における詐欺行為を構成するとしているのである<sup>(37)</sup>。

一方、証券詐欺における意図の要件は、最も混乱している分野と指摘されている。規則 10b-5 訴訟に関し、過失を含むかどうかについては、連邦下級裁判所は、一致した見解を示さないまま、証券詐欺の責任を追及しているようであった<sup>(38)</sup>。1976年に至って、米国連邦最高裁判所は、Ernst & Ernst v. Hochfelder 事件（以下、Ernst & Ernst 事件と略称する）において、証券取引委員会規則 10b-5 に基づく損害賠償を請求するには、被告による詐欺の意図を立証することが必要とし、その意図をもって行為をすることが立証さ

---

<sup>(34)</sup> Pamela A. Hasenstein, The Element of Scienter in Antifraud Provision of The Commodity Exchange, 39 Washington & Lee Law Review 1175 (1982) p.1182; Jerry W. Markham, The Fiduciary Duties under The Commodity Exchange Act, 68 Notre Dame Law Review 199 (1992) p.240.

<sup>(35)</sup> Gordon v. Shearson Hayden Stone, Inc., [1980-1982 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 21,016 (C.F.T.C. Apr. 10. 1980).

<sup>(36)</sup> Pamela A. Hasenstein, The Element of Scienter in Antifraud Provision of The Commodity Exchange, 39 Washington & Lee Law Review 1175 (1982) p.1184.

<sup>(37)</sup> Johnson & Hazen, Supra note (2) Vol.3, p.100.

<sup>(38)</sup> 山田・前掲論文（註1）37頁は、規則 10b-5 訴訟に関する詐欺の故意要件につき、米国の裁判例は不統一であると指摘する。この議論では、まず過失を含まず、故意を必要とするもの、過失で十分であるとするもの、および個別事情状況に応じ、従来の故意要件を放棄して柔軟に証券詐欺の有責性を決定しようとするものの三つに分類されるとしている。

れないかぎり、何人も規則 10b-5 に違反することはないという結論を下した<sup>(39)</sup>。

すなわち、Ernst & Ernst 事件について、最高裁は、証券取引諸法における詐欺禁止規制の文言解釈、法制定の歴史的な精神、および証券取引法に明示された訴権の規制との関連性を分析した結果、証券詐欺の意図が欠かせないものと判断した<sup>(40)</sup>。この事件については、いわば1934年証券取引所法10条b項、証券取引委員会規則 10b-5 に明文化されているような相場操縦行為、詐欺、および詐欺行為に関する策略が証券取引の専門用語であり、それがすべて意図的な悪質行為を意味していると指摘されるように、いわゆる悪意 (scienter) とは、詐欺禁止規制の構成要件の一つとされている。証券詐欺の構成には、まず意図的、または認識的な不実表示の悪意を持ちながら、行動をすることが必要になるという。したがって、最高裁 Powell 判事は、不注意の過失行為による詐欺禁止規制の違反は法の規制範囲外のものであるため、損害賠償の民事責任は生じないという見解を示している<sup>(41)</sup>。

このように、詐欺構成の故意要件についての最高裁の分析は、商品取引所法4b条における司法上、又は行政上の法解釈に十分有益であるとして、これに賛成する意見は以下のように指摘している。すなわち、商品取引所法4b条の文言を検討したうえで、法は、商品市場の詐欺行為を取り締まるための立法目的として、意図的、又は計画的な違法行為を規制していると主張する。なお、商品取引の実態としては、証券詐欺と比較して、商品詐欺の事故は少ないと言われる。しかし、この商品取引所法4b条における詐欺行為の責任追及に当たって、Ernst & Ernst 事件における故意の必要要件は、商品先物取引委員会に適切な判断基準を提供していると思われる<sup>(42)</sup>。

しかしながら、商品先物取引委員会は、Ernst & Ernst 事件における最高裁の見解に対し、以下のように指摘している。1934年証券取引所法10条b項に基づく、民事の私的訴権は司法上の黙示権限である。商品取引所法14条における損害賠償の訴訟は、商品先物

---

<sup>(39)</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 47 L.Ed.2d 688 (1976).

<sup>(40)</sup> Elaine E. Bucklo, The Supreme Court Attempts to Define Scienter Under Rule 10b-5: Ernst & Ernst v. Hochfelder, 29 Stanford Law Review 213 (1977) p.220.

<sup>(41)</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976) pp.214; 47 L.Ed.2d 688 (1976) p.679.

<sup>(42)</sup> Philip F. Johnson, Applying Hochfelder In Commodity Fraud Cases, 20 Boston College Law Review 633 (1979) p.647.

取引委員会に制裁規制を発動・請求する法的権利である。そして、この行政的審決には、法の正義という特徴がない。司法判断、すなわち最高裁判所の判決は、法の私的訴権に悪意を要件としているが、行政的判断の立場は相違している。さらに、Ernst & Ernst 事件における損害賠償の民事救済には、最高裁は、エクイティ上の救済措置よりも、厳格な意図の要件を要求し、これを適用しているのである。これに対して、商品取引所法 14 条の損害賠償訴訟には、その必要がないとしている<sup>(43)</sup>。

確かに、英米法の原理とすれば、擬制詐欺とは、他人を欺罔すること、または他人の信頼を裏切ること、あるいは公益を害するという傾向を有することが、ゆえに法律上当然に詐欺的とみなされるため、詐欺責任を生じるのである。したがって、擬制詐欺の構成には、何らかの義務違反の行為が存在していることが必要だが、現実不正の目的を有することや、欺罔の意志を有することの立証は必要ではないと指摘される。ただし、擬制詐欺においては、欺罔の意思を有しないために、不法行為上の損害賠償請求権は発生しないのが原則である。すなわち、擬制詐欺の救済としては、コモン・ローと異なり、エクイティ上契約の取消しか、請求できないのである。そのために、商品先物取引委員会が、商品取引所法 4 b 条の違反行為を擬制詐欺とする解釈は、先物業者に信任義務が存在するとの仮定を除き、若干の疑問が残ると思う。

さらに、1980年 Aaron v. SEC 事件において最高裁は、詐欺禁止規制の違反として、詐欺責任の追及のみならず、証券取引委員会が行政上の救済処分を下すためにも、詐欺行為の意図を立証しなければならないとし、第 2 巡回区控訴裁判所の判決を破棄したのである<sup>(44)</sup>。すなわち、最高裁は、証券取引委員会規則 10b-5 に関する証券詐欺の行政処分を判断するときに、同委員会はその詐欺の意図を立証しなければならないと示している。

Ernst & Ernst 事件の判決が述べるように、詐欺禁止規制に基づく民事上の私的救済、とりわけ規則 10b-5 訴訟は、過失行為による詐欺の責任を追及の対象としないことは明白である。証券詐欺における故意の構成要件について、初期の米国証券取引法学者の中には、投資者保護の特別な配慮から、悪意基準 (scienter standard) を緩和すべきだとす

---

<sup>(43)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.3, p.101.

<sup>(44)</sup> Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980); 64 L.Ed.2d 611 (1980).

る議論が盛んであった<sup>(45)</sup>。Johnson 教授は、1889年 Derry v. Peek's 判決<sup>(46)</sup> における詐欺の法理に従い、無謀な不実表示 (reckless misrepresentations) は単なる不注意ではなく、被告がむしろ不正の意識 (a wicked mind) を持ちながら、その表示の真実性を歪める不誠実な行為であり、それが詐欺に該当すると述べている<sup>(47)</sup>。

いわゆる無謀な不実表示が詐欺を構成できるかどうかという論点は、問題である。しかし、Ernst & Ernst 事件の判決において最高裁は、過失と悪意の間に存在している重大な過失、不注意、もしくは「未必故意」、すなわち認識のある過失が故意の要件に該当するかどうかの問題を論じなかったとも指摘する<sup>(48)</sup>。

この問題点については、Hazen 教授が指摘しているように、現時点における最高裁の態度は、依然として不明であるが、証券取引委員会規則 10b-5 に基づき、その無謀な不実表示が詐欺行為に該当するとする米国の連邦下級裁判所は、コモン・ローの詐欺訴訟における法理論を適用し、肯定的な見解を示しているようである<sup>(49)</sup>。

## 第2款 重要事実の不実表示

証券・商品市場における取引の大原則は、自己責任である。すなわち、証券・商品の投資判断自体は、投資者の自由な判断と責任とともに、行なわれるようにしているものである。この自己責任について、該当取引に対し合理的な投資判断をするためには、投資者が十分な取引情報を有し、投資判断の基礎とすることが、公平・公正な市場取引の確保のみならず、投資者保護にも不可欠の重要なファクターであると指摘される<sup>(50)</sup>。したがって、投資者自ら投資判断を形成する際にして、証券・商品取引に関する重要な

---

<sup>(45)</sup> Elaine E. Bucklo, *Scienter And Rule 10b-5*, 67 *Northwestern University Law Review* 562 (1972) pp.592.

<sup>(46)</sup> *Derry v. Peek*, 14 App. Cas.337 (1889).

<sup>(47)</sup> Kevin R. Johnson, *Liability For Recklessness Misrepresentations And Omissions Under Section 10b-5 of The Securities Exchange Act of 1934*, 59 *Cincinnati Law Review* 667 (1991) p.698.

<sup>(48)</sup> Johnson & Hazen, *Supra note (2) Vol.2*, pp.82; Johnson, *Supra note (47) p.671*. なお、山田・前掲論文(註1) 40頁参照。

<sup>(49)</sup> Hazen, *Supra note (31) Vol.2*, p.82.

<sup>(50)</sup> 神崎克郎『ディスクロージャー』(弘文堂・1978年) 70頁、龍田 節「開示制度の目的と機能」法学論叢110巻4・5・6・号116頁、鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法(新版)』(有斐閣・1984年) 85頁、神崎克郎『証券取引法(新版)』(青林書院・1987年) 6頁参照。

情報を開示すべきことには大きな意味がある。

この情報開示については、神崎教授が以下のように指摘している。すなわち、証券取引法におけるディスクロージャーの要請は、その文書に完全かつ正確な情報の開示を要求するだけでなく、個別的な証券取引において不実の表示をすることを禁じている。この個別的な証券取引における不実表示の禁止は、とりわけ証券会社の投資勧誘に関して非常な重要性を有し、投資者保護の法的役割を大きく果していると言われる<sup>(51)</sup>。

このように、証券・商品取引における投資者のニーズが多様化・複雑化する一方、証券会社及び先物業者は一般投資者に対し、適切かつ明確な情報提供を行なう要請が欠かせないと思われる。投資者の立場からすれば、証券会社又は先物業者は証券・商品取引に関する重要な情報を、誠実かつ完全に開示するディスクロージャーが必要とされている。とりわけ、重要事実の不実表示は、投資者にとって合理的な投資決定に影響する可能性があるということが、証券・商品市場における詐欺行為の認定に極めて重要な要素である<sup>(52)</sup>。

証券会社又は先物業者などの市場仲介者に対する情報開示の要請は、とりわけ証券取引法のディスクロージャー制度に基づく企業内容・情報の公開というものではなく、むしろ投資者保護の課題の一つである。すなわち、Johnson 教授が指摘するように、この開示は投資勧誘に際し、顧客保護を確保するための有力な道具である<sup>(53)</sup>。そして、商品先物取引委員会では、投資者が、商品市場における基本的かつ確実な情報を平等に獲得するように、自ら投資判断を決定することを目的として、先物業者に対する一連のディスクロージャー規制を制定するのであると指摘している<sup>(54)</sup>。

なお、Markham 教授が指摘しているように、米国における商品取引の詐欺事件については、不実表示及び情報の不開示に関するものが多い<sup>(55)</sup>。まず1986年 Clayton Brokerage v. C.F.T.C. 事件における第11巡回区控訴裁判所は、商品取引所法4b条を以下のように

---

<sup>(51)</sup> 神崎・前掲書（註50）102頁参照。

<sup>(52)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.3, p.170; Hazen, *Supra* note (31) Vol.2, p.87.

<sup>(53)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.159.

<sup>(54)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.160.

<sup>(55)</sup> Jerry W. Markham, *Commodities Regulation: Fraud, Manipulation & Other Claims*, Vol.13 (1989) p.7-1.

解釈している。すなわち、同条項による詐欺禁止規制については、重要事実に関し不実表示をする者は、その不実表示により相手方の損失が生ずる原因となった場合、不実表示の責任を問われるというコモン・ローの精神に基づくのである<sup>(56)</sup>。1987年 First National Monetary Corporation v. Weinberger 事件において、第6巡回区控訴裁判所 Boggs 判事は、先物業者が不実表示又は重要事実の不開示により、顧客にレヴェレッジ取引契約 (leverage contract) の締結を勧誘することが詐欺的行為であると判示すると同時に、合理的投資者に対し投資決定に実質的に影響を与えるものが、すべて重要事実であると指摘している<sup>(57)</sup>。

この重要事実については、合理的投資者が投資判断に際して、決定の主要原因を左右することが、重要性を有するかどうかの判断基準である。それを客観的重要性基準とよぶ。すなわち、重要事実とは、合理的投資者なら、その買い付け、売り付けの申込に応ずるか否かの判断に当たり、重要と考えたであろう事実であり、この基準では投資者の判断に影響をするかも知れないという蓋然性が中心であると思われる<sup>(58)</sup>。

ところで、米国商品取引所法においては、先物業者に対するディスクロージャー規制はもっぱら規則1.55条を中心として、商品取引の危険開示に関するものである。すなわち、同規制では、先物業者は、顧客が商品取引に関する危険開示の書類を取得すること、およびその書類受領・内容承知の確認に関する書類を交付することをしなければ、顧客に対し取引口座の開設を禁じるべきであるとしている<sup>(59)</sup>。なお、この危険開示告知書の配付について、商品先物取引委員会は、先物業者が次のような重要情報の開示をしなければならぬという見解を示している。すなわち、先物取引は危険性があること、委託証拠金の預託で払い込むか、又は清算取引を行なうかの可能性があること、資金のすべてが損失する潜在的な可能性があること（例えば、追加証拠金の支払）、取引市場における値幅制限の場合、約定の清算が不可能となること、損失制限の特別な注文は、実

---

<sup>(56)</sup> Clayton Brokerage v. C.F.T.C., 794 F.2d 573 (11th Cir. 1986) p.578.

<sup>(57)</sup> First National Monetary Corporation v. Weinberger, 819 F.2d 1334 (6th Cir. 1987) p.1340.

<sup>(58)</sup> 山田・前掲論文（註1）30頁参照。

<sup>(59)</sup> 17 C.F.R. § 1.55, Distribution of "Risk Disclosure Statement" by futures commission merchants and introducing brokers.

行が不可能となること、いわゆる「スプレッド取引 (Spread transactions)」の約定は、危険性が少ないとはいえない場合があること、および少額の証拠金で先物取引を行なうレヴェレッジ取引 (Leverage in futures trading) は、巨額の利益と同時に、巨額の損失を招く可能性があるため、深く注意すべきことなどは、主要な重要事実として開示すべきものと言われる<sup>(60)</sup>。

規則1.55条における商品先物取引委員会の制定目的からすれば、Johnson 教授は、危険開示告知書により先物業者が、先物取引に関する重要事実の開示義務を負うことのみならず、顧客の方は以上を了解したうえで、先物取引の危険性に自分の経済・財務状況を慎重な考慮にして、商品取引を行なうことが妥当かどうか、いわゆる自己責任の原則に意義が存在していると指摘する<sup>(61)</sup>。1982年 *Madda Trading Co. v. Wimbish* 事件において、先物取引の仲介業者は、顧客の同意書による商品取引の投機性・危険性を開示したうえで、顧客の認識を確認し勧誘したことが、重要事実に関する不実表示又は省略にあたらぬと判示し、商品取引の損失は顧客の認識に基づく、投資活動の結果であるとしている<sup>(62)</sup>。

このように先物業者による危険開示の受領書、ならびに顧客が承知とする確認書は、顧客が口座の開設に際し、商品取引に不熟知であるという不審な主張から、先物業者を保護する役割を働いているとも考えられる<sup>(63)</sup>。しかし、商品先物取引委員会規則1.55条による危険告知書の開示を履行すれば、先物業者の情報開示についての免責効果が与えられるわけではないといわれる。すなわち、*Clayton Brokerage v. C.F.T.C.* 事件においては、先物業者は規則の要請に基づいて危険開示告知書を提示しながら、商品取引の危険性を無視し、顧客に勧誘したことが積極的不実表示であるとしている。先物取引の危険性に関する真の認識により、顧客は自ら投資決定をすることが不可能であるし、先物業者は完全な情報開示の義務を歪めているという判示である。つまり、商品取引所法において、市場仲介者に対する重要事実の開示義務は、危険開示告知書の開示行為に

<sup>(60)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.3, p.163.

<sup>(61)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.161.

<sup>(62)</sup> *Madda Trading Co. v. Wimbish*, 530 F.Supp. 757 (N.D.Ill. 1982) p.760.

<sup>(63)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.2, p.162.

より軽減する意味ではないと、指摘されている<sup>(64)</sup>。

これに対して、米国1933年証券取引法及び1934年証券取引所法では、証券発行体の企業内容開示がディスクロージャー制度の下に義務づけられているため、その不実表示は民事責任の対象となる。証券取引の投資勧誘について、開示義務は証券会社に付されていないのである。しかも、商品先物取引に比べて、証券取引はリスクがやや小さく、現実にも株価が上昇傾向にあるため、損害が表面化しなかったということもあるのではないかと指摘される<sup>(65)</sup>。

ところで、Markham 教授が指摘しているように、連邦証券取引諸法に基づいて、もしも該当情報が重要性を有するかぎり、その不実表示又は不開示は詐欺的行為であるとするのが、裁判所の考え方である<sup>(66)</sup>。例えば、顧客に投資勧誘を行なうに際して、証券会社が証券の収益性に関する不実表示をした場合、この行為は詐欺禁止条項により追及されるべきといわれる<sup>(67)</sup>。すなわち、証券取引委員会規則10b-5は、不公平・不公正な取引を防止するため、証券会社の不当勧誘行為が顧客の理性的な投資判断を歪める場合には、法の詐欺禁止条項を適用することとしている。

つまり、1984年 Zerman v. Ball 事件においては、政府保証付の地方債が値上がりするという不実な市場情報をもって、証券会社は顧客に投資勧誘することが不実表示を構成し、34年法10条b項、規則10b-5に違反し、証券詐欺の責任を追及すべき行為であるとしている<sup>(68)</sup>。また、1988年 Basic Incorporated v. Levinson 事件における米国連邦最高裁は、下級裁判所の見解を受けて、合理的投資者に対し投資決定に実質的に影響を与えるものが、すべて重要事実であると指摘し、不実表示の責任追及を「市場における詐欺理論 (fraud-on-the-market theory)」に適用するようにしている<sup>(69)</sup>。

---

<sup>(64)</sup> Clayton Brokerage v. C.F.T.C., 794 F.2d 573 (11th Cir. 1986) p.580.

<sup>(65)</sup> 黒沼悦郎「証券取引と投資家保護」『判例消費者取引法』（商事法務研究会・1992年）33頁は、証券取引については、不当勧誘をめぐる紛争は比較的少ないという理由が、証券会社の不当勧誘が行なわれることが少ないのか、商品取引に比べ、証券取引の損害が表面化されないのかを疑問としている。

<sup>(66)</sup> Markham, Supra note (55) Vol.13, p.7-1.

<sup>(67)</sup> Hazen, Supra note (31) Vol.2, p.88.

<sup>(68)</sup> Zerman v. Ball, 735 F.2d 15 (2nd Cir. 1984) p.22.

<sup>(69)</sup> Basic Incorporated v. Levinson, 108 S.Ct. 978 (1988) p.983, p.988.

ただし、重要事実の不開示、又は不実表示であっても、投資者に対しての投資決定に実質に影響しなかった場合には、それが詐欺禁止規制に違反することではないとする、第2巡回区控訴裁判所の判決もあった<sup>(70)</sup>。

### 第3款 市場仲介者の不実表示への信頼と因果関係

コモン・ロー上の詐欺訴訟に関して、信頼は不可欠な要件の一つである。すなわち、この信頼要件の立証は、投資者が市場仲介者の不実表示又は不開示を真実であると信じて、証券又は商品取引を行なったことであり、これは主観的な価値判断を証明する問題である。この信頼要件とは、被告による詐欺的行為と原告の行為との因果関係を定立するためのものである<sup>(71)</sup>。

この因果関係では、まず取引上の因果関係 (transaction causation) と、損害発生上の因果関係 (loss causation) が存在するという基準が要求される。すなわち、証券詐欺における因果関係の成立は、その不実表示への信頼を中心にして、被告の詐欺的行為と原告との関係、及び被告の詐欺的行為と原告に生じた損害との関係を立証することが必要である<sup>(72)</sup>。

ところで、証券・商品取引における詐欺訴訟の信頼要件については、特に投資決定における重要情報の隠匿のため、投資者がその不開示を信頼し、取引を行なったとすることの立証が非常に難しいと指摘されていることから、いわゆる現実の信頼 (actual reliance) の立証を原告に要求せず、裁判所は、もしも以下の仮命題が成立した場合、原告による信頼の立証の代わりに、信頼の推定が成立することと肯認するのである<sup>(73)</sup>。

---

<sup>(70)</sup> duPont v. Brady, 828 F.2d 75 (2nd Cir. 1987) p.76.

<sup>(71)</sup> 山田廣己「米国 SEC 規則 10-5 にもとづく指摘訴訟について (2・完)」民商法雑誌80巻2号28頁参照。

<sup>(72)</sup> Johnson & Hazen, Supra note (2) Vol.3, pp.173; 山田・前掲論文(註71) 28頁参照。

Treacy v. Simmons, [1990-1991 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 95,920 (Apr. 22, 1991) 事件において New York 州連邦地裁は、ブローカーの不実表示に対する原告の信頼を認めないため、棄却する判決を下したのである。

<sup>(73)</sup> Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States, 406 U.S. 128 (1972) p.153; 92 S.Ct. 1456 (1972) p.1472.

最高裁は、「重要事実の不開示の本件訴訟において、積極的な信頼の立証が損害賠償請求の要件ではない。むしろ、合理的な投資者にとっては、その事実が取引決定に重要な判断依拠であるという意味で、この重要な事実の不開示が、因果関係の成立となるべきである」としている。

すなわち、この推定は、重要性の概念と密接に関係しているようである。少なくとも、相対取引の場合、不実表示または重要事実の不開示が行なわれたら、原告の信頼が推定されることとなり、原告がその不実表示または不開示に影響されず、信頼を与えないとの立証責任は、被告の側へ転換するというのが推定の法律効果である<sup>(74)</sup>。そのために、信頼要件の緩和にともない、証券詐欺に損害賠償の請求が容易・可能となったことで、詐欺禁止規制の抑止目的を果すようになったといわれる<sup>(75)</sup>。

この *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* 事件における最高裁の判決は、相対取引の事情を踏まえて、当事者間の信頼関係を推定する司法判断であるが、公開市場における証券詐欺の事件について、信頼要件を広く解釈する下級審の裁判にも影響を及ぼすようになっている。しかし、公開市場取引においては、因果関係及び信頼性の確立が不可能なために、その不開示行為を詐欺禁止規制に適用する見解が少なくないと言われる<sup>(76)</sup>。したがって、詐欺訴訟における信頼要件については、法律上の合理性を有する、すなわち一般的平均人が信頼したであろうということを要求する判断基準を満たさなければ、因果関係は認定されないとしている。1983年、第10巡回区控訴裁判所は詐欺訴訟の信頼要件につき、以下のような事情と要因を考慮したうえで、合理的信頼の有無を判断する基準としている。すなわち、証券取引に原告の専門知識と経験、両当事者間の取引関係または私人的関係、関連情報の接近方法、信任関係の存在、隠匿の詐欺行為、詐欺を発見する確率、原告の対応、及び不実表示の概略または特異性などを総合的に考慮し、合理的信頼の有無を判断し、因果関係の成立を認定する推定の修正を行なっている<sup>(77)</sup>。

なお、商品先物取引委員会も以上の基準を商品取引に関する詐欺訴訟へ適用するようになった。すなわち、危険開示条項を従わず、顧客に取引口座を開設することは、本質的に法違反の行為ではないが、むしろ顧客がその不開示に信頼を与えるという仮命題

---

<sup>(74)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.3, p.175; Hazen, *Supra* note (31) Vol.2, p.94.

<sup>(75)</sup> 山田・前掲論文(註71) 25頁、黒沼悦郎「証券市場における情報開示に基づく民事責任(3)」法学協会雑誌106巻267頁参照。

<sup>(76)</sup> Hazen, *Supra* note (31) Vol.2, p.95.

<sup>(77)</sup> *Zobrist v. Coal-X*, 708 F.2d 1511 (10th Cir. 1983) p.1516.

は、詐欺禁止規制の役割として働いていると指摘される<sup>(78)</sup>。

ところで、証券詐欺に関する信頼要件の問題を排除する、いわゆる市場における詐欺理論を採用する裁判所の判決が多くなってきたと指摘されている<sup>(79)</sup>。本章の最後で、この理論に簡単に触れて、米国証券詐欺訴訟の発展をむすびたいと思う。

市場における詐欺理論とは、以下の仮説を基礎として発展してきた。すなわち、健全で公開の証券市場においては、企業体に関する有効な重要情報が株価を決定するということである。誤解をもたらす陳述は、たとえその不実な表示内容が投資者に直接的な信頼関係を影響しなかった場合にしても、投資者を騙しかねない。この故に、被告の詐欺行為と原告の投資決定における因果関係は、不実表示に対し直接的な信頼を与えるような場合と同じく、存在すると指摘している<sup>(80)</sup>。というのは、投資勧誘に関する不実表示について、投資者自らの投資判断が介在し取引を決定することは自己責任の原則に従うべきであるため、証券・商品取引における詐欺の損害賠償を求める場合には、信頼についての立証は困難である。1988年 Basic Incorporated v. Levinson 事件における最高裁の判決では、情報が取引市場に影響を及ぼし、証券市場は投資者の信頼を保護すべきという証券取引法の立法理念を踏んだうえで、この市場における詐欺理論を採択する<sup>(81)</sup>。すなわち、不実情報が重要である場合に、この不実表示に投資者が信頼し、投資判断を形成し投資決定をすることである推定の効果が生ずることになる。証券市場の健全性を守ることが法の目的であり、その健全性を損なう行為、または証券取引市場の仕組みを濫用する行為を証券取引委員会規則10b-5のもとで規制すべきである、と Karjala 教授は強調している<sup>(82)</sup>。

この判決に基づいて、米国連邦最高裁は効率的な市場における投資者保護の理念を前提として、市場における詐欺理論を肯認するのである。勿論、個別の投資勧誘のように、不実表示が市場価格に影響を与えなかった場合には、この理論は適用されないが、投資

---

<sup>(78)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.3, p.175.

<sup>(79)</sup> 黒沼・前掲論文(註75) 266頁参照。

<sup>(80)</sup> Peil v. Speiser, 806 F.2d 1154 (3rd Cir. 1986) p.1160.

<sup>(81)</sup> Basic Incorporated v. Levinson, 108 S.Ct. 978 (1988) p.991.

<sup>(82)</sup> デニス・カージャラ『セミナー・アメリカ証券法』(商事法務研究会・1991年) 135頁参照。

者がその不実表示に間接的に接したことをもって、証券詐欺における信頼と損害についての因果関係を認めるべきとの柔軟な解釈を示しているようである<sup>(83)</sup>。

#### 第4款 詐欺の法律効果

不当勧誘の問題について、その不実表示が詐欺的行為を構成し、市場仲介者を非難すべきという裁判所の司法判断を与えた場合の法律効果は、詐欺訴訟における民事責任の追及である。望月教授が指摘されるように、米国法における不実表示は、契約法上は、詐欺行為として取消原因となる一方、不法行為法上にも損害賠償請求の根拠となるという法律効果がある<sup>(84)</sup>。すなわち、証券・商品市場における詐欺的取引の場合には、原告は被告に対し、契約を取り消して原状に回復させる、または現実に生じた損害の賠償をさせる訴訟上の請求がある。

証券・商品取引では、公開市場に流通する証券及び商品を取引の対象とするため、詐欺的行為より、現実に売買物としての証券又は商品を提供、返還する原状回復の請求はしばしば不可能となる。したがって、取引契約の取消については、もはや支払額または受領額と、その証券と同等額との差額を返還する方式、いわゆる原状回復方式

(rescission measure of damage)が行なわれるようである。すなわち、証券・商品取引に関する詐欺訴訟では、損害の金銭的評価を中心とする法律効果がその特徴の一つと思われる<sup>(85)</sup>。

ところが、コモン・ロー上においては、裁判所は極めて複雑な概念に従い損害を認定するため、損害額の算定方式が多岐になる。証券詐欺においては、投資者の原告はその詐欺的取引を取り消さないで、現実損害賠償方式 (out-of-pocket measure)、すなわち損害額が原告が交付したものの価格と受領した価格との差額を賠償額の算定方式として、損害賠償を請求することが最適と言われる<sup>(86)</sup>。ただし、投資勧誘に関する損害賠償に

---

<sup>(83)</sup> 黒沼・前掲論文(註65)46頁参照。

<sup>(84)</sup> 望月・前掲書(註8)362頁参照。

<sup>(85)</sup> 山田・前掲論文(註71)45頁、黒沼・前掲論文(註75)242頁参照。

<sup>(86)</sup> Hazen, *Supra* note (31) Vol.2, p.112; 山田・前掲論文(註71)49頁、黒沼・前掲論文(註75)239頁参照。

については、例外的に原状回復方式が適当であると指摘される。すなわち、この場合には、証券売買のための支払価格より、業者の詐欺的勧誘行為で証券取引を行なうことが原因であり、損害発生との因果関係が成立することは考えにくい。損害賠償の算定方式が不当勧誘の事例に適用される場合、原告に生じた現実の損害を賠償するより、原状の回復、すなわち原告に詐欺がなかったら、どのような状態にあったかという損害賠償の目的を重視し、むしろ詐欺的行為により原告に原状を回復すべきである、との見解である<sup>(87)</sup>。

しかしながら、以上の見解に対し、商品先物取引委員会は、商品取引における不当勧誘において、不実表示のために顧客が取引口座を開かせられ、取引を行なわされるという立場で、現実損害賠償額の算定方式が適当であると指摘し、取引価格及び関連費用のすべてが請求されるべきと考えているようである<sup>(88)</sup>。

損害賠償額の算定は、難しい問題である。とくに市場取引の場合には、損害の発生と損害額の算定は一定の基準に従う公式がないため、損害に対する法の解釈・適用には柔軟性がみられ、議論も多くなると思う。証券・商品取引について、この損害賠償の問題は、まず市場投機の思惑を持ち込まれないように、投資者が通常負うべき投資上の危険に由来する損失と被告の詐欺的行為による損害との区別を配慮することが重要であると指摘されており、今後の重要な研究課題になるものと思われる<sup>(89)</sup>。

---

<sup>(87)</sup> *Hatrock v. Edward D. Jones & Co.*, 750 F.2d 767 (9th Cir.1984) p.773.

*Hazen*, *Supra* note (31) Vol.2, p.113. もしも、証券価格の詐欺行為により、原告に損害をもたらす原因であれば、投資勧誘の場合と違い、現実損害賠償方式のほうがいいとしている。

<sup>(88)</sup> *Herzig v. British American Commodity Options Corp.*, [1977-1980 Transfer Binder] *Comm. Fut. L. Rep.* (CCH) p.20,936.

<sup>(89)</sup> 山田・前掲論文(註71) 54頁参照。

## 第4章 米国法における理論モデルの検討

### 第1節 不当勧誘の詐欺構成理論

Leavell 教授が指摘するように、この投資勧誘、とりわけ顧客に対し、証券会社、又は先物業者が投資助言を提供する行為は、国民経済の発展にとって重大な意味を有しているのである。すなわち、市場仲介者の投資勧誘は一般投資者の投資行動に大きく影響し、資本市場の拡大に大きな役割を果たしており、これによって国民経済発展の健全性に深く関わっているのである<sup>(1)</sup>。

証券会社および先物業者は、証券・商品市場の取引仲介機関である。しかし、米国では、証券・商品取引機関の行為に関する法規制が定められていない。

そのために、米国では、証券・商品先物取引委員会および自主規制団体は、証券会社または先物業者が投資勧誘の指導原則を守って、証券・商品取引業務を行うことを要求している。公正・公平な証券・商品取引制度を維持し、投資者を保護するという目的から、投資勧誘に関する様々な行為規制を行なっているのである。この投資勧誘の指導原則は、簡単に言えば、看板理論および適合性原則に従い、顧客に対し投資商品を推奨することと言えよう。

投資勧誘の問題について、証券・商品先物取引委員会は、その不当勧誘を詐欺禁止規制の違反行為とし、証券会社または先物業者が詐欺責任を負うべきである、という見解をとっている<sup>(2)</sup>。しかし、この行政的解釈に対し、不当勧誘の事例における米国の裁判所は、必ずしもこのような見解をとっていないようである。とりわけ、市場仲介業者が顧客に対し、当該取引に関する真の情報を提供せずに、事実上の不実表示を行なった場合に限り、詐欺禁止規制に基づいて不当勧誘の詐欺責任を追及することが、裁判所の

---

<sup>(1)</sup> Robert N. Leavell, *Investment Advice And The Fraud Rules*, 65 *Michigan Law Review* 1569 (1967) p.1569.

<sup>(2)</sup> Philip MacBride Johnson & Thomas Lee Hazen, *Commodities Regulation*, Vol.3 (2nd ed. 1989) p.159. 商品先物取引委員会には、1984年 Phacelli 事件を代表として、適合性原則の違反による不当勧誘が詐欺行為となることを肯認しているが、1985年以後、Hanny v. First Commodity Corp.事件とHaugland v. ContiCommodity Servs. 事件により見解が変わってきたようである。すなわち、適合性原則の違反は、直ちに商品取引所法4b条の違反行為に該当するとは思わないと指摘している。

一般的見解である<sup>(3)</sup>。すなわち、詐欺禁止規制における市場仲介者の民事責任は、顧客にとって適切でない勧誘行為すべてに詐欺責任を課するでなく、むしろ判例が示すように、その行為の有責性が不実表示の法理に依拠するのである。

まず、不当勧誘については、適合性原則に違反しても、過当取引ではないかぎり、証券会社、または先物業者は、詐欺規制の責任を問われることはないというのが、裁判所の基本的見解である。1983年 *Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co.* 事件において第11巡回区控訴裁判所は、適合性原則に基づく全米証券業協会公正慣習規則の第3章第2条、又は New York 証券取引所規則405条に違反する不当勧誘行為に対して、証券取引委員会規則 10b-5 に従い、民事救済の私的訴権を生ずることは認められないとする。また、1984年 *Zerman v. Ball* 事件において第2巡回区控訴裁判所 Kearsse 判事は、適合性原則に従わずに、顧客に投資勧誘をすることが法の違反としては不十分であるとして、詐欺禁止規制違反の主張を根本的に否定するのである<sup>(4)</sup>。さらに、1982年 *Myron v. Hauser* 事件、1986年 *Bieganek v. Wilson* 事件においては、商品取引に関する適合性原則の存在には根拠がなく、その違反行為に詐欺の法的責任を追及することはできない、と指摘されている<sup>(5)</sup>。

ブローカーが適合性原則に違反し、顧客に対して不実表示または重要な事実を不開示とする行為をした場合には、詐欺禁止規制に該当する場合があると、第10巡回区控訴裁判所は指摘している。すなわち、当該取引に関する不実表示または不開示を構成するブローカーの適合性原則違反行為は、詐欺的行為として、詐欺禁止規制に服すべきであるという<sup>(6)</sup>。

そして、米国の裁判例における詐欺禁止規制違反の事例としては、むしろ証券会社または先物業者による不実表示のための不当勧誘が詐欺行為となり、その責任を追及される。すなわち、この不実表示については、まず *Zerman v. Ball* 事件、*Horn v. Ray E.*

---

<sup>(3)</sup> *Denison v. Kelly*, [1991] Federal Securities Law Reports (CCH) 96,019 (Mar. 20, 1991) p.90,103.

<sup>(4)</sup> *Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co.*, 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1983); *Zerman v. Ball*, 735 F.2d 15 (2nd Cir. 1984).

<sup>(5)</sup> *Myron v. Hauser*, 673 F.2d 994 (8th Cir. 1982); *Bieganek v. Wilson*, 642 F.Supp. 768 (N.D.Ill. 1986).

<sup>(6)</sup> *O'Connor v. R. F. Lafferty & Co.*, [1991-1992 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 96,652 (May 28, 1992) p.93,077.

Friedman & Co. 事件において、証券会社、又は先物業者が証券・商品市場に関する事実を故意、かつ不実に表示し、顧客に投資勧誘をする場合、詐欺的行為に構成し、詐欺禁止規制の違反に該当するとされている<sup>(7)</sup>。

さらに、Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co. 事件において第11巡回区控訴裁判所は、証券会社又は先物業者は、重要事実に関する開示義務を有するとしている<sup>(8)</sup>。特に、先物取引に関する危険の開示については、Clayton Brokerage Co. v. C.F.T.C. 事件が、利益獲得・損失不可能の保証行為は、当該取引の危険性等に関する顧客の認識を妨げ、先物業者の開示義務違反に該当し、詐欺的な行為にあたる<sup>(9)</sup>とする。

証券・商品取引の詐欺行為に関する法的規制としては、証券取引所法10条b項、証券取引委員会規則 10b-5 および商品取引所法 4b条、いわゆる詐欺禁止規制が不公正な取引を防止するための法的目的に従い、証券・商品市場の詐欺的行為を禁止している。しかしながら、証券・商品取引に関する詐欺禁止規制の訴訟は、コモン・ロー上の詐欺概念を基礎として、証券取引に関する不公正な取引の規制を補うものと思われるが、私的訴訟に関する手続き、要件に関しては、従来何らの規制もなかったのである<sup>(10)</sup>。

そのために、とりわけ証券詐欺に関するこの規則 10b-5 訴訟は、裁判所が暗中模索のすえに、発展させてきたものである、と指摘されている<sup>(11)</sup>。すなわち、コモン・ロー訴訟における詐欺の民事責任を追及するために、まず当該事実に関し、被告が虚偽の表示をしたこと、当該不実表示により、原告の対応行動に信頼（因果関係）が存在すること、さらに原告に損害を及ぼすことが、訴訟要件である<sup>(12)</sup>。

---

<sup>(7)</sup> Zerman v. Ball, 735 F.2d 15 (2nd Cir. 1984); Horn v. Ray E. Friedman & Co., 776 F.2d 777 (6th Cir. 1985).

なお、Saxe v. E.F. Hutton & Co., 789 F.2d 105 (2nd Cir. 1986) 事件では、第2巡回区控訴裁判所は、先物取引に関する利益・損失の保証する先物業者の誇大宣伝が、商品市場における先物取引の危険性と投機性の不実表示となり、法的責任を有するべきとしている。

<sup>(8)</sup> Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co. 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1983).

<sup>(9)</sup> Clayton Brokerage Co. v. C.F.T.C. 794 F.2d 573 (11th Cir. 1986).

<sup>(10)</sup> Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (2nd ed. 1989) p.955; Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities*, Vol.2 (2nd ed.1990) p.80. なお、日本証券経済研究所＝証券取引法研究会『現代米国証券取引法』（商事法務研究会・1989年）1193頁（岸田＝近藤）参照。

<sup>(11)</sup> 山田廣己「米国 SEC 規制 10b-5 にもとづく私的訴訟について(1)」民商法雑誌80巻1号23頁参照。

<sup>(12)</sup> Royal American Managers, Inc. v. IRC Holding Corp., 885 F.2d 1011 (2nd Cir. 1989) p.1015; Goodbridge v. Harvey Group Inc., 728 F.Supp. 275 (S.D.N.Y. 1990) p.280; Connolly v. Havens, [1990-1991 Transfer Binder] Federal Securities Law Reports (CCH) 95,925 (Apr. 23. 1991) p.99592.

そもそも、このような証券詐欺または商品（先物）詐欺は、まず通常の詐欺の一種に過ぎないと考えられるが、近藤教授が指摘しているように、米国の「議会は、連邦証券諸法を制定するに当たって、証券の売買においてはコモン・ローより広い救済を与えようと考えた」ものである。そこで、裁判所には、投資者保護の役割を実現するため、伝統的なコモン・ローの詐欺理論を部分的に緩和し、詐欺禁止規制の解釈を柔軟にすることが求められている<sup>(13)</sup>。すなわち、米国の裁判所は、証券・商品市場の健全性を保つために、伝統的な詐欺概念にとらわれずに、不当勧誘の行為から投資者を保護するという法目的に適合するように、それを修正し、また証券・商品取引における詐欺禁止規制の解釈・適用を活用して、証券・商品取引の被害に法的救済を与えようとしている。

要するに、米国における不当勧誘の司法判断においては、不実表示が検討の重点となる。証券会社または先物業者は、不実表示のため、不当勧誘の責任、とりわけ詐欺責任を問われる。すなわち、森田教授が指摘しているように、証券会社および先物業者は専門家としての立場から前述の看板理論の適用を受ける。そのためには、通常の詐欺概念を越えて、重要事実の不開示や不真実の説明が、すでに詐欺禁止規制の下で違法とされるのである。<sup>(14)</sup>

## 第2節 裁判例における自己責任原則の示唆

米国証券・商品取引の規制においては、議会は公正・公平な取引の確保のために、詐欺禁止規制を制定し、もって証券・商品市場の健全な発展を果たすことを目的としている。一方、裁判所は、証券・商品取引が市場取引において特殊なものであるということ、すなわち非個性的な取引であること、を認識したうえで、その詐欺的行為に対して、コ

---

<sup>(13)</sup> 近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）176頁参照。

なお、山田・前掲論文（註11）23頁は、証券取引の不公正取引について、コモン・ロー上の規制が投資者保護のために適切な機能を有せず、規則 10b-5 は、この不完全なコモン・ローを補完するために制定し、発展したものであると指摘し、この規則 10b-5 に基づき、原告にとっては、先例に拘束されることもなく、手続き的にも実質的にも有利であるとしている。

<sup>(14)</sup> 森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）243頁参照。

モン・ロー上の詐欺概念を盲目的に適用せず、詐欺禁止規制、とりわけ証券取引委員会規則 10b-5 を投資者保護の法目的に一致するように、解釈するよう努力している。つまり、証券・商品市場に関する法的規制は、公平・公正な取引市場を作っておいて、投資者がその開示された情報を基礎として、自己の責任において合理的な投資判断をして証券、または商品取引の行動をするためである。

これは、証券・商品市場規制の大前提、いわゆる投資者の自己責任原則である<sup>(15)</sup>。

周知のように、証券・商品取引は売買当事者が双方の合意により数量・価格・決済を決めて行なう相対取引でなく、証券又は商品取引所が設立した特定の市場において集中し、大量の取引需給により市場価格を形成し、一定の決済を行なう、いわゆる市場取引である。したがって、証券・商品市場において、証券及び商品の価値に関する一定情報を開示させ、投資者が自己の判断で取引をすることは市場取引の本質であると同時に、情報開示及び自己責任の制度は証券・商品取引法の大原則である。いわゆる投資者の保護にとっては、不公正な取引防止の制度のみならず、情報開示制度が大きな意義を有していることがわかる。すなわち、証券取引、又は商品取引においては、投資者が投資を決定するにあたっての価値判断は、取引市場に関する情報開示の完全性と正確性に大きく依拠しているのである<sup>(16)</sup>。

1985年 Phacelli 事件における商品先物取引委員会は、適合性原則の違反が詐欺に該当するという従来の見解を修正し、むしろ顧客による当該取引の認識程度を考慮の要因にして、先物業者の投資勧誘責任を追及することとしている<sup>(17)</sup>。すなわち、Markham 教授が指摘しているように、商品先物取引委員会規則の危険開示義務は、先物業者が顧客に取引危険の存在、および不適合の警告を告知しなければならないことを内容とする。

---

<sup>(15)</sup> 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院・1987年）6頁、森田 章『企業内容開示制度』（中央経済社・1991年）10頁、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣・1993年）5頁参照。

なお、上村達男「投資者概念の再検討－自己責任原則の成立根拠」専修法学論集42号（1985）2頁は、証券取引法における投資者保護の目的については、論理的、又は政策的に言えば、まず自己責任原則の前提条件を明らかにすることとしている。

<sup>(16)</sup> 米国における証券・商品市場の法規制については、まず(1)事実を知らないことによって被る損害からの保護と、(2)不公正な取引によって被る損害からの保護とから、投資者保護の内容を構成し、法の目的を達成するとしている。

<sup>(17)</sup> Johnson & Hazen, *Supra* note (2) Vol.3, p.159.

顧客は、その開示により、自分が取引に適格かどうかを考えたうえで、自ら投資判断をの是非を判断することとしている<sup>(18)</sup>。

第11巡回区控訴裁判所は、利益・損害の保証行為に対し、先物業者が顧客に対し商品取引の認識を誤導し、商品取引に関する重要事実の開示義務に違反したとして、投資勧誘の不実表示の責任を追及した<sup>(19)</sup>。そして、1990年 Puckett 事件において、Brown 判事は、先物業者が顧客に商品取引に関する危険の開示又は警告をした場合、顧客は、その認識に基づき自己の判断で投資決定をすることとしている。これは、先物業者が適合性原則に違反したことを理由に、投資勧誘の詐欺責任を追及するのではなく、むしろ投資者の自己責任に依拠することを示したものである<sup>(20)</sup>。

また、Brown v. E. F. Hutton Group, Inc. 事件判決が示しているように、証券・商品取引における市場仲介者の危険開示は、顧客自身で、自己の適合性を判断してもらうことを目的とするものである。したがって、顧客は、当該取引の利益を期待すると同時に、その損失が発生する可能もあるという認識に基づき、投資判断を行なった場合、詐欺禁止規制によって市場仲介者の責任を追及することは、顧客の自己責任原則に矛盾するものである<sup>(21)</sup>。

---

<sup>(18)</sup> Jerry W. Markham, *Commodities Regulation: Fraud, Manipulation & Other Claims*, Vol.13 (1989) p.9-2.

<sup>(19)</sup> *Clayton Brokerage Co. v. C.F.T.C.*, 749 F.2d 573 (11th Cir. 1986).

<sup>(20)</sup> *Puckett v. Rufenacht, Bromagen & Hertz, Inc.*, 903 F.2d 1014 (5th Cir. 1990).

<sup>(21)</sup> *Brown v. E. F. Hutton Group, Inc.*, [1992-1993 Transfer Binder] *Federal Securities Law Reports* (CCH) 97,420 (Apr. 19. 1993) p.96,294.

### 第三編 日本法における投資勧誘規制と責任

## 第1章 投資勧誘制度の法的考察

### 第1節 投資勧誘の理論

証券・商品市場において、投資商品が専門化・複雑化するにつれ、一般投資者はその取引の態様、内容ないし仕組みを理解することがますます困難となる。そして、そのために投資証券・商品に関する情報の収集、分析または評価をすることも極めて簡単とはいえない。このことは、現代の証券・商品取引の現状である。

証券会社および商品取引員は、証券・商品市場における取引業務の担い手として、国民経済市場の適切な運営とその発展に寄与する重要な社会的使命を負っているものであり、現行取引制度においては、証券・商品取引の専門家と位置付けられる<sup>(1)</sup>。

そこで、まず証券に関する企業情報の開示について、すなわち証券発行体の経営状態、会社の財産状態、証券市場の動向など、さらに商品に関する市場情報の開示について、商品市場の供給・需要関係、生産・在庫状況、商品市場の動向など、その資料を分析し、評価して、一般投資者の投資決定は、専門家の判断に任せざるを得なくなる。そのため、証券・商品取引に関する知識・経験を有し、かつ十分な社会的信用を有する証券会社及び商品取引員は、一般投資者が投資判断をする際に信頼が与えられる<sup>(2)</sup>。

そして、その取引市場のメカニズムにおいては、証券会社・商品取引員は、市場と投資者とを仲介する地位にある。したがって、証券会社または商品取引員にとっては、証券市場における資金調達のみならず、先物市場における資金運用の媒介を担当する機能を担う。さらに、その供給・需要関係を忠実に反映し、真の取引市場を形成する任務も認め

---

<sup>(1)</sup> 証券取引法31条1項は、証券業の免許基準について、その業務を公正かつ的確に遂行することができる知識及び経験という人的構成を要求している。

また、商品先物市場における取引の受託の許可について、商品取引所法44条1項は、商品取引員が上述の人的構成に適合しなければならないとする基準を要求している。

<sup>(2)</sup> 河本一郎＝大武泰南＝神崎克郎『証券取引ハンドブック〔最新版〕』（ダイヤモンド社・1990年）163頁参照（神崎）。

られる<sup>(3)</sup>。

ところで、証券会社および商品取引員は営利法人たる企業である<sup>(4)</sup>。龍田教授が指摘するように、証券・商品市場における市場投資者層の拡大は、国民所得水準の上昇にともない、証券会社または商品取引員による営業活動を駆動として生ずる結果である。そもそも、証券会社および商品取引員は商人であり、業務活動による利益の獲得が、会社営業の目的となっている。そこで、企業が利益を追及するための営業活動は、経済発展の原動力であるとも言われる。さらに証券会社および商品取引員は、直接に投資者と接触し、証券・商品に関する取引の委託を受けて、売買取引を行なう市場仲介者であり、資本市場の発展と拡大に密接な関係がある。したがって、証券会社または商品取引員が投資勧誘の活動を積極的に行ない、市場仲介者の役割を果たすものとして、証券・商品市場における重要な地位を有していることを無視することができないといわれる<sup>(5)</sup>。

そのゆえに、証券会社または商品取引員が投資者に投資勧誘することは、証券・商品市場における取引活動の促進・発展のための大きな役割の一つであると言えるだろう。

## 第2節 投資勧誘規制の展開

証券・商品市場では、経済の景気により市場価格の大幅な変動があるが、かかる市場価格の変動要因は極めて複雑・多岐なので、証券取引または商品取引に対する一般投資者の投資決定は、専門家である証券会社または商品取引員による投資勧誘ないしその助言に依存することが必要である。

しかし、証券会社または商品取引員の投資勧誘が不当な場合には、投資被害が発生する可能性がある。証券・商品市場の仲介機構として、証券会社または商品取引員による

---

<sup>(3)</sup> 上村達男「証券会社の法的地位」商事法務1314号16頁は、証券会社の任務は、組織的市場におけるメカニズムの充実をするため、「市場と法」として新たな理念に構築されるべきとしている。

<sup>(4)</sup> 商法第3編商行為の規定には、取引所における取引又はその取引の仲介あるいは取次に関する行為としている（商法501条3号、502条11号）。

証券取引法28条1項によれば、証券会社は株式会社でなければ、証券業務を営むことができない。これに対して、商品取引員については、法は、株式会社しか商品取引受託業を営まないとして特に規定していないが（商品取引所法44条1項1の2号）、全国各地の商品取引所における商品取引員は、すべて株式会社である。『商品取引所年報（平成5年度）』（全国商品取引所連合会・1994年）336頁参照。

<sup>(5)</sup> 龍田 節「証券売買の勧誘」法学教室157号57頁参照。

不当な勧誘姿勢は、投資者に被害を蒙らせることのみならず、取引市場に対する信頼を損なう恐れがあり、市場機能全体に影響を及ぼす可能もあるだろう。

そのために、市場取引においては、証券会社または商品取引員の営業姿勢について、会社収益の向上を第一に目指し、投資者の利益を軽視する勧誘行為を真剣に反省し、投資者本位の営業姿勢を一層徹底するように要請されている<sup>6)</sup>。すなわち、証券・商品市場における取引の公正性・信頼性の確保、そして市場取引制度の健全な発展のために、証券会社または商品取引員に対し、適正な営業態度を要請することは、投資者保護のための基本理念であるといわれる。

### 第1款 投資勧誘行為の法的構成

投資勧誘の構造を分析するために、まず証券・商品取引制度を理解しなければならない。すなわち、法は、証券・商品に関する取引所を会員組織の法人として規定している。そして、証券・商品取引所における取引の資格は、その市場を開設する取引所の会員のみに与えられることを基本としている（証券取引法107条、商品取引所法77条）。そのため、一般投資者は会員ではないため、証券・商品市場で取引を行なうときには、その取引所の会員に委託しなければならない。

証券会社または商品取引員は、証券・商品市場における取引の受託、またはその委託の媒介、取次もしくは代理を引受けることを業とするものである（証券取引法2条8項、商品取引所法41条3項）。すなわち、その証券会社または商品取引員は、取引所の会員として取引の委託を受け、投資者のために自己の名を持って、証券・商品市場における取引売買を行なう<sup>7)</sup>。その委託契約に基づき、証券会社または商品取引員は、取引契約の本旨に従い、投資者のために、善良な管理者としての注意義務を負って、委任事務を処理しなければならないとする（商法522条2項、民法644条）。

---

<sup>6)</sup> 「投資者本位の営業姿勢の徹底について」昭和49年12月2日蔵証2211号、「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」平成元年12月26日蔵証2150号、「商品仲買人の受託業務の適正化について」昭和39年12月23日農経A 9882号参照。

<sup>7)</sup> 通説・判例によれば、証券会社および商品取引員が証券・商品取引の委託売買を行なった場合、典型的な問屋行為であるとしている（商法551条）。

次に、投資勧誘というのは、証券会社または商品取引員が一般に不特定かつ多数の投資者に対し、証券取引または商品取引をさせようとする活動である。すなわち、投資勧誘は証券会社または商品取引員が証券・商品取引の委託契約を締結するという目的のために、一般投資者を相手にして契約の申込をさせようとする行為である。そこで、投資勧誘の法的性質は、投資者に取引の委託契約を成立させるための申込の準備行為として、申込の誘引に属する<sup>(8)</sup>。

しかし、証券・商品取引においては、投資勧誘による契約締結の交渉過程においては、両当事者の地位の格差が極めて大きいため、取引の最初から当事者間の契約交渉上の地位という問題が、投資者保護の課題として存在している<sup>(9)</sup>。そこで、契約自由の原則に対して、証券・商品市場における取引の公正・確実の要請と共に、投資者保護の徹底が新たな考慮とされなければならないものである。

証券・商品取引においては、市場に関する知識、情報および経験に乏しい一般投資者が、投資判断の決定を行なうために、専門家としての証券会社または商品取引員から必要な投資助言を得ることが一般的である。そのために、委託契約の申込の誘引である投資勧誘の段階において、証券会社または商品取引員には不適切な勧誘行為が禁止され、投資者に委託契約締結への努力義務も証券・商品取引の専門家として、課すべきものと考える<sup>(10)</sup>。つまり、証券・商品市場においては、一般投資者の投資決定・判断が証券会社または商品取引員の勧誘・助言により影響される事実に基づき、法は、投資者に対する健全な勧誘姿勢の確保を、証券会社または商品取引員の営業行為規制として要求す

---

<sup>(8)</sup> 谷口知平『注釈民法(13)』(有斐閣・1974年)122頁参照(遠田=谷川)。

<sup>(9)</sup> 竹内昭夫=道田信一郎=前田 庸=龍田 節=手島 孝『現代の経済構造と法』(筑摩書房・1975年)529頁は、取引の当事者の対等性について、証券取引の専門家である証券会社と一般投資者の顧客間には、専門的知識及び能力の点で取引の最初の段階から大きな格差があり、顧客保護の問題を生じさせると指摘し、投資者保護を今後の検討すべき課題としている(龍田)。

<sup>(10)</sup> 証券・商品市場の投資活動について、情報開示の充実および不正取引の防止は、投資者保護の側面に重要な役割を果している。そのため、投資勧誘段階における証券会社および商品取引員の誠実・公正行為の要請が当然のことと考えられる。

るのである<sup>(11)</sup>。

さらに、専門家である証券会社または商品取引員には、証券・商品取引における知識および経験を有し、投資判断に関する重要な市場情報を獲得して、投資者に投資助言を提供する社会的信頼が与えられている者でありながら、顧客との利益が衝突した場合に、その地位を濫用し、適切な勧誘姿勢をゆがめる場合には、それは恐らく、証券・商品市場における不公正取引の温床になるかも知れないと指摘している<sup>(12)</sup>。

証券・商品市場の育成について、証券会社および商品取引員が中心的役割を果たしているといえよう。すなわち、証券・商品市場における需要・供給の反映ないし取引価格の形成は、証券会社または商品取引員の市場仲介機能に依存している<sup>(13)</sup>。そのために、証券・商品市場において、証券会社または商品取引員を対象とする投資勧誘の規制は、まず投資者の保護のためであり、適正な営業行為を要求する。それとともに、証券・商品取引市場の公正性、透明性と信頼性の確保、及びディスクロージャー制度による資料開示の有効性も、証券会社または商品取引員の適正な投資勧誘により役立つわけである。

## 第2款 投資勧誘規制における仲介業務のあり方

一般投資者による証券・商品取引の投資活動は、その多くが証券会社および商品取引員の勧誘を契機として行なわれ、その投資助言に影響され、投資決定に至るものである。すなわち、証券取引または商品取引は、高度に専門化した複雑な側面をもっているため、一般投資者が証券または商品取引へ投資する場合には、自己の判断のみでは不十分なため、しばしば証券・商品取引業務を行なっている証券会社または商品取引員の投資助言

---

<sup>(11)</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣・1984年）316頁、神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院・1987年）36頁は、証券取引における投資者保護と銀行取引における預金者の保護の配慮が異なるとしている。すなわち、銀行業務の場合には、顧客の金銭を安全かつ確実に保管すればよいと言われるが、証券業務の場合には、そのみならず、市場における証券取引の公正・確実が要請されるため、顧客に対する投資の勧誘態度の誠実さ・公正さなど、いわば証券会社の健全な営業態度を確保するのは、投資者の保護に不可欠とされる。

<sup>(12)</sup> 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣・1968年）166頁参照。

<sup>(13)</sup> 証券会社および商品取引員は、投資者の受託業務をして、証券・商品市場の仲介機能を担当する取引機関である。

に従い、投資決定をすることが多くなるといわれる<sup>(14)</sup>。

そのために、投資勧誘は、それが公正かつ妥当なものであることが必要である<sup>(15)</sup>。

証券会社および商品取引員は、一般投資者の信頼を得た専門家として、専門的な知識・経験に基づき、公正かつ妥当な勧誘行為を要求されている。もしも、証券会社または商品取引員が行なう投資勧誘が公正かつ妥当性を欠くときは、それにより証券または商品取引をする一般投資者の利益が害されることになる。

### 第1項 市場仲介行為の基本態度

証券会社または商品取引員は、取引所の会員として取引の委託を受け、投資者のために自己の名を持って、証券・商品取引をする者であり、投資勧誘を行なう場合においては、一般投資者の利益を最優先に考慮することが基本的な営業姿勢であると考えられる。

まず、証券取引法49条の2によれば、証券会社ならびにその役員及び使用人は、顧客に対して、その業務を誠実かつ公正に遂行しなければならないとしている。それは、証券業務執行の精神規定といわれ、証券会社が証券業務の遂行に際して、誠実・公正な注意義務を基本的要請として明文化したものである<sup>(16)</sup>。この規定は、市場仲介者である証券会社に私法上の義務、いわゆる善管注意義務の内容を明確する法的根拠であると言われる<sup>(17)</sup>。ちなみに、証券取引法においては、証券会社の注意義務についての規定がないので、証券業協会ならびに証券取引所の自主規制ルールにおける最良執行業務の規定のほか、民法上の善管注意義務を適用するように、証券会社の注意義務の内容を明文の規定として設けているのである<sup>(18)</sup>。

そして、森田教授が指摘しているように、同法49条の2による誠実・公平義務の採択

---

<sup>(14)</sup> 神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座(6)』(日本評論社・1991年)157頁、河本一郎=大武泰南『証券取引法読本』(有斐閣・1993年)90頁参照。

<sup>(15)</sup> 神崎・前掲書(註11)362頁参照。

<sup>(16)</sup> 河本=大武・前掲書(註14)90頁参照。

<sup>(17)</sup> 森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』(有斐閣・1994年)259頁参照。

<sup>(18)</sup> 証券取引法研究会「平成4年証券取引法の改正について(4):証券業務の規制(1)」インベストメント1993年10月号44頁参照(山田報告)。

は、証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions) における「誠実・公平」の原則を導入したものである。すなわち、同原則は、「業者は、その業務に当たっては、顧客の最大の利益及び市場の健全性を図るべく、誠実かつ公平に行動しなければならない」としている。また、錯誤を回避する義務、欺罔行為または詐罔表現を回避する義務などを証券会社の営業行為に要請することがこの原則の内容であると指摘される<sup>(19)</sup>。

これに対して、商品取引所法には、証券取引法のように証券業務に関する仲介業者の義務を明文化している規定がないが、商品取引員は委託契約に基づき、民法上の善管注意義務が適用されることが当然であり、商品取引受託業務の執行を誠実かつ公正に行動しなければならないことが認められると考える<sup>(20)</sup>。

そのために、証券会社および商品取引員は、投資勧誘の時点において誠実・公正義務に基づき、適正な営業姿勢で顧客に投資勧誘をしなければならない。証券会社および商品取引員に対する適正な勧誘姿勢の要求は、その取引に関する知識・経験の専門性及び市場情報の確実性から生じるものとして、その営業態度の健全性を保つことを目的とする。すなわち、証券会社または商品取引員に対し、証券・商品取引に関する投資助言の根拠、市場情報等を顧客または顧客になろうとする者に完全に開示することの要請は、投資勧誘行為における専門性と確実性の確保に対応するものである<sup>(21)</sup>。

さらに、投資者が明かに不適切な注文を出してきたときは、証券会社は注意を払わな

---

<sup>(19)</sup> 森田・前掲論文（註17）247頁参照。

森本 滋「不公正取引の規制」商事法務1294号16頁は、平成4年証券取引法の改正における証券会社の誠実・公正義務がもたら顧客保護の観点から規制されるとしている。

<sup>(20)</sup> 横浜地裁昭和62年12月18日判決（判例時報1284号118頁）では、投資勧誘規制の趣旨、内容について、顧客が正しい認識と理解を持ち、自主的かつ自由な判断で先物取引を委託し、不測の損害を蒙らないように、商品取引員は配慮べき注意義務を負うものとしている。

なお、京都地裁昭和60年6月20日判決（判例タイムズ566号179頁）、および神戸地裁平成2年2月22日判決（判例タイムズ733号136頁）においても、商品取引員が特別な配慮をして、顧客に投資勧誘をすべきことを示している。

<sup>(21)</sup> 神崎克郎「投資顧問の法的規制」インベストメント1984年10月号15頁は、証券取引における投資顧問は、顧客が有価証券についての専門的な投資助言を期待して投資顧問契約を締結するため、その投資助言の提供を前提として、投資顧問業務を行なう者である。

そこで、投資顧問契約を締結し、市場情報の提供・分析による投資助言の獲得は、取引専門家の立場として投資助言に関する情報源の完全開示を、投資顧問に要求するとしている。

なければならないということも、この誠実・公正義務に基づく法的要請であると指摘される<sup>(22)</sup>。

## 第2項 投資者の理解の要請

証券・商品市場における投資活動にはリスクが伴うが、投資者自身の判断と責任において取引を行なうべきものである、いわゆる投資者の自己責任原則が認められる。この原則に基づき、証券・商品市場における投資者保護を検討しなければならない。

顧客が自己の責任で投資決定を行なうという自己責任原則の正確な理解を求めめるために、証券会社および商品取引員は投資勧誘に際して、証券・商品取引に関する正確な情報を誤解されないように、誠実に提供しなければならない。まず、証券取引法50条1項6号に基づく証券会社の健全性の準則等に関する省令2条1号、および商品取引所法88条8号は、証券・商品取引に関する重要な事項について虚偽または誤解をもたらす表示をして、証券会社または商品取引員は顧客に投資勧誘をすることが、違法行為として禁止される。

また大蔵省証券局では、「証券会社の投資勧誘に際しては、投資者の判断に資するため有価証券の性格、発行会社の内容等に関する客観的かつ正確な情報を投資者に提供すること」と、証券会社が「投資情報を主観的または恣意的に提供することを厳に慎むこと」との行政通達を通じて、証券会社が取引上の情報を提供し、顧客に投資勧誘を行なったときには、投資者に誤解を生ぜしめることのように相当な注意を尽くさなければならないように要求している<sup>(23)</sup>。

このように投資者の正確な理解に基づく証券・商品取引を確保するためには、証券会社及び商品取引員が投資勧誘を行なう際に、市場取引に関する客観的かつ正確な情報を顧客に提供するとともに、特に取引の仕組みが複雑で危険性の高い投機的なものに関しては、その取引の概要を顧客に説明し、顧客がそれを理解して取引を行なわせることが、投資者保護の要請の一つである。なお、投資者の十分な理解を得たうえで、顧客が自己

---

<sup>(22)</sup> 龍田・前掲論文（註5）58頁参照。

<sup>(23)</sup> 「投資者本位の営業姿勢の徹底について」昭和49年12月2日蔵証2211号参照。

の判断と責任において取引を行なう旨の確認書類を提出することは、証券・商品取引の仲介業務における説明義務とともに、自己責任原則の徹底に大きな役割を果たしているといわれる<sup>(24)</sup>。

証券・商品取引における業者の投資勧誘に基づき、一般投資者が投資動機を形成し、投資判断を行なうのは、証券会社および商品取引員に専門家の地位が認められ、それを信頼して取引しているからであるといわれる。そのゆえに、証券・商品市場には投資者保護の観点から、証券会社および商品取引員は顧客に対し、その投資目的、財産状況及び投資種類その他の情報を分析し、十分な説明を与えて、誠実・公正に勧誘姿勢を行ない、顧客の理解を得て、そのうえで顧客に適合する投資助言を提供すべきことになる<sup>(25)</sup>。

### 第3項 適合性原則の要請

一般に指摘されるように、証券・商品取引への投資活動は、顧客の投資意向および財産状況の実情に適合したものであることが最も望ましい。したがって、顧客に適した取引を行なわせるために、証券会社または商品取引員が職業的専門家の立場から、その投資勧誘が妥当なものであるかどうかを考慮し、投資者の投資目的、投資経験及び資力等に適合する投資助言の提供が必要と言われる<sup>(26)</sup>。

これは、いわゆる「適合性の原則」に基づく、市場仲介者の投資勧誘問題である。こ

---

<sup>(24)</sup> 証券取引法47条の2、証券会社に関する省令2条の13によれば、証券会社は証券先物・オプション取引に係る契約を締結するとき、あらかじめ当該顧客に対し、日本証券業協会又は先物取引・オプション取引を執行する証券取引所が作成する説明書類を交付する義務がある。

なお、日本証券業協会では、証券会社は、信用取引、ワラント債及び先物取引等に関する証券取引を行なう顧客に対し、その説明書を交付し、当該取引の概要及び当該取引に伴う危険に関する事項について十分に説明するとともに、顧客の理解の上で自己の判断と責任において当該取引を行なう旨の確認を得るため、確認書を徴求することが義務づけられる、としている（協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則6条）。

これに対して、商品取引所法94条の2は、商品取引員は受託契約を締結するときに、あらかじめ当該顧客に同法施行規則34条の規定に基づき、商品取引に関する説明書類を交付するとしている。

<sup>(25)</sup> 神崎・前掲書（註12）220頁は、「投資勧誘に対する顧客の信頼が極めて大きい場合には、投資者の保護と証券界の信用の維持のため、顧客の投資目的、財産状況に不適合な証券投資勧誘は、禁止されなければならない」としている。

<sup>(26)</sup> 神崎・前掲書（註11）366頁参照。

の「適合性の原則」の要請とは、証券会社または商品取引員は、一般投資者に対し、その投資目的、財産状況及び投資種類、その他の情報を分析し、十分な説明を与え、顧客の理解を得て、そのうえで顧客に適合する投資助言を与えることである<sup>(27)</sup>。

証券会社および商品取引員による投資勧誘が顧客の知識・経験及び財産の状況に照らし、投資者の意向と実情に合致することを要請する「適合性の原則」は、投資勧誘の行為規制として、最高の要請である<sup>(28)</sup>。さらに、証券会社の健全性の準則等に関する省令では、証券取引法54条1項2号の規制に従い、「適合性の原則」を損なう可能性のある過当取引等は、証券会社に投資者本位の営業姿勢に反するものとしている（同省令8条）。

これに対して、商品取引所法では「適合性の原則」に関する規定が定められていない。ただし、日本商品取引員協会には、会員の勧誘行為に対し、顧客の経済知識、資金能力及び過去の取引経験等から、商品市場における取引の参加に適さないと判断される者を、投資勧誘することはしてはならないことを、自主規則として定めている<sup>(29)</sup>。

投資活動は、当然に証券・商品取引の種類、性格及び一般投資者の状況によって異なる。その取引の内容または仕組みが複雑であればあるほど、投資者の知識・経験が重要なものになり、投資勧誘においては、証券会社および商品取引員は「適合性の原則」に従い、それを考慮にいれなければ、投資助言を与えてならないことになる。その「適合性の原則」については、証券会社または商品取引員は、投資勧誘を行なう際にして、証券・商品市場における取引商品の認識義務（know your merchandise rule）のみならず、顧客の認識義務（know your customer rule）をも課されている<sup>(30)</sup>。

なお、証券取引に関し、投資者に適合する投資勧誘の促進のため、日本証券業協会は、

---

<sup>(27)</sup> 適合性の原則（Suitability Rule）は、米国全国証券業協会の公正慣習規則第3章2条の規定を中心に発展にしているものである。現在、それは証券監督者国際機構（ISOCO）の行為規範原則として、採用されている。

<sup>(28)</sup> 「投資者本位の営業姿勢の徹底について」昭和49年12月2日蔵証2211号は、投資者の意向、投資経験及び資力等に最も適合した投資が行なわれるよう十分配慮すること、とくに証券投資に関する知識、経験が不十分な投資者及び資力の乏しい投資者に対する投資勧誘については、より一層慎重を期することとしている。

<sup>(29)</sup> 日本商品取引員協会受託業務に関する規則5条参照。

<sup>(30)</sup> ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、証券熟知義務規則（know your merchandise rule）及び顧客熟知義務規則（know your customer rule）を定めて、会員の証券業者を義務付けている。

公正慣習規則の整備によって、以下のような詳細なルールを定めている。

(1) 協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則<sup>(31)</sup>

この規則は、証券会社の投資勧誘及び顧客管理等について、その証券業務を適正に遂行させることを目的とし、投資者本位の営業活動を徹底して、投資者の信頼を確保することをその内容とする。

1. 顧客個人情報の把握

まず、証券会社が顧客の意向と実情を的確に把握するために、日本証券業協会は協会員に対し、顧客カードを作成し備え置かなければならないとし、顧客を理解するための情報管理制度を確立している（同規則3条）。この顧客情報管理制度については、顧客の氏名、住所、職業及び年齢など、基本的なデータのほか、顧客の資産の状況ないし有価証券投資の経験の有無、取引の種類、動機その他を投資上のデータとして、顧客カードに記載すべきものとする。

その顧客カード制度により、顧客に関する投資の個人情報は、その顧客の「意向と実情」を基礎に形成されることになる。それは、証券会社が投資助言を提供する際の顧客に適合する投資勧誘の参考として重要である。

ところで、その顧客カードには、顧客が示した内容が不実の場合には、顧客に適合しない投資助言が提供されるかもしれない。この場合には、顧客カードの記載された内容が真実か否かが、投資勧誘における適合性の原則にどう影響するかという問題がある。この点に関して、証券会社は、その顧客に関し個人情報の申し出に虚偽であることを知っている場合を除き、提出された情報に基づき顧客カードを作成し、その顧客に関する個人の情報、投資の意向等を基礎として、顧客に適合する投資助言を提供すればよく、提出された情報の真否を確認する必要はない<sup>(32)</sup>。

2. 投資商品における特定取引基準開始の設立

---

<sup>(31)</sup> 昭和50年2月19日日本証券業協会公正慣習規則9号。

<sup>(32)</sup> 神崎・前掲論文（註14）171頁は、証券会社は、顧客の「意向と実情」を顧客カードの内容基礎とし、それに従い顧客に適合する投資勧誘を行なうように努力すべきであると指摘している。そして、特段の事情がある場合を除き、顧客が示した内容をそのまま顧客カードに記載しておくだけで十分であり、その真否を確認する必要はないとしている。

日本証券業協会は、投資者の意向と実情に適合した取引を行なうために、証券取引のうち、特に危険性の高い性質を有する信用取引、新株引受権証券取引、及び証券先物に関する取引の受託について、それぞれ取引開始基準を定めて、その基準に合致する投資者に限り、証券会社がこれを行なうこととしている（同規則4条）<sup>(33)</sup>。

この取引開始基準について、十分な知識と相当の財産的基礎を有しない投資者にとっては、投資適性の指針と言えるし、証券会社にとっては、受託業務の基準といってもよい。内容としては、その取引基準に適合した投資者からのみ、協会員の証券会社が証券取引を受託しなければならないとするものであり、証券取引の投資活動につき、特に危険性がある取引、相当の知識、経験及び資産の状況等から判断し、適当である顧客についてのみ、受託業務を行なわねばならない<sup>(34)</sup>。

このような取引開始基準の設定は、証券会社が、投資者の投資目的、財産状況及び投資経験等に鑑み、不適當な証券取引の勧誘をできるだけ避けることを目的としている。

#### (2) 広告及び証券従業員に関する規則<sup>(35)</sup>

協会員の証券会社が広告を行なう場合には、投資者保護の目的に従い、商業道徳と取引の信義則を遵守するとともに、投資勧誘に関する高度の倫理慣行を確立するよう、要請されている（広告規則3条）。広告を利用して証券取引の勧誘行為を行なう際にして、証券会社は投資者に与える影響を考慮して、適正な情報の提供が要求され（同規則6条）、公正取引に反する行為が禁止されている（同規則7条）。

さらに、証券業の公共性及びその社会的使命の重要性に鑑み、証券従業員に対する服務基準の設定は、投資者の保護に資する役割がある（従業員規則1条）。そのために、証券取引の公正を歪めるあらゆる営業行為が、証券従業員に禁止されている（同規則9条）。

### 第3款 立法規制：違法勧誘の禁止

---

<sup>(33)</sup> 「投資者本位の営業姿勢の徹底について」昭和49年12月2日蔵証2211号参照。

<sup>(34)</sup> 神崎・前掲書（註11）366頁参照。

<sup>(35)</sup> 昭和49年11月14日日本証券業協会公正慣習規則7号、8号。

投資勧誘行為に関する規制は、昭和30年代後半、委託者として証券・商品取引を行なう一般大衆の関与する事件が急増したため、過大な投資勧誘行為を抑制し、証券会社及び商品取引員に受託業務の適性化をはかる必要が生じたことを契機として、新たに設けられた。この規制は、投資者保護に資する証券・商品取引法の目的に従い、証券・商品取引制度を整備するとともに、その受託業務の適性を確保し、投資者保護の一層の充実をはかるためのものである<sup>(36)</sup>。

証券・商品への投資活動について、市場の参加者がすべての機会ならびに地位を平等に与えられるような取引市場こそ、信頼性がある公正な市場である。もし、市場仲介者である証券会社または商品取引員が受託業務としての営業成績を優先して、顧客の意思に反し、不適切な投資判断などの情報を提供するような不当な投資勧誘行為がある場合、この不当な営業姿勢が正確な投資観念を歪めて、投資者に証券・商品取引を行なわせることは、その利益が害される危険性が極めて高い<sup>(37)</sup>。投資者保護の見地から、専門家である証券会社および商品取引員が一般投資者に投資勧誘を行なうに際して、不適切な勧誘がなされないようにする規制が、必要である。すなわち、蓮井教授が指摘するように、証券会社に不健全業務を是正し、不当勧誘の不公正取引をなすことを禁止する投資勧誘規制は、一般投資者の保護と公正な取引の確保を目的として、重要な機能を有しているのである<sup>(38)</sup>。

投資勧誘の規制について、投資者が市場仲介者からの適正な投資助言を得て、自己の正確な投資決定をするように、証券会社および商品取引員に適正な勧誘姿勢を要請し、証券・商品市場の健全な育成・発展を促進することは、法の目的である。すなわち、証券会社または商品取引員は投資勧誘を行なう際には、投資者の投資目的、財産状況及び

---

<sup>(36)</sup> 昭和40年証券取引法の改正においては、昭和38年証券取引審議会の報告を受けて、投資者保護の観点から証券業者制度を強化するとしていた。そのなかに、証券受託業務に違法勧誘の禁止規制が定められるのであった。

なお、昭和41年2月4日商品取引審議会「商品取引所法改正についての意見」における行き過ぎた勧誘や誇大宣伝、利益を保証しての勧誘、または一任売買を禁止する提案を受けて、昭和42年商品取引所法改正によって不当な勧誘行為の禁止規定が設けられた。

<sup>(37)</sup> 浅井岩根「先物取引被害の実態と救済」判例タイムズ701号77頁参照。

<sup>(38)</sup> 蓮井良憲「証券取引と投資者保護」『新版企業・経営と法』（有斐閣・1983年）145頁参照。

取引経験を考慮したうえで、取引市場に関する情報を提供し、投資者に自らの投資決定を行なわせなければならない。

証券・商品市場においては、主として証券取引法・商品取引所法が、いわゆる違法勧誘の禁止規制を中心においている。そしてそれに関する主務政・省令及び施行規則が、証券会社または商品取引員の受託業務としての勧誘行為、特に投資者保護のための不適切な投資勧誘行為を規制している。なお、その他主務大臣からの通達、証券・商品取引業協会の自主的な取引規制及び各地取引所における受託契約準則においても、不当な勧誘行為を是正する特別の措置が講じられており、それらも証券・商品市場の受託業務を健全化するものであると考えられる。この投資勧誘規制は、投資者保護を目的とする法の趣旨に合致しているのみならず、証券・商品取引市場の健全性と信頼性を向上させるという大きな役割を果すものである<sup>(39)</sup>。

したがって、市場仲介者である証券会社および商品取引員が、投資者の自己判断を妨害するおそれがある以下のような投資勧誘をするならば、法は、それを不当な勧誘行為として禁止している。

#### (1) 断定的な投資判断の提供

まず、証券・商品取引において顧客に対し、利益の生ずることが確実であると誤解させる断定的な判断を提供して、受託契約を締結しようとする勧誘行為は禁止されている（証取法50条1項1号、2号、商取法94条1号）。確かに、証券会社および商品取引員が証券・商品取引を業とする専門家であり、市場における売買取引の将来を分析し、予測を断言して、顧客に必ず儲かるという断定的な投資助言を提供して勧誘する行為には、一般の投資大衆が容易にこれを信じて取引を委託して、盲進的に証券または商品取引を行なう危険が存する。特に取引の経験や知識に乏しい投資者は、専門家が断定的な判断の投資情報を提供するとき、それが相当な根拠をもつものと信じて、自ら冷静な投資判断

---

<sup>(39)</sup> 田中耕一郎『取引所法』（日本評論社・1939年）28頁、吉田信邦『逐条詳解新商品取引所法』（日本経済新聞社・1950年）222頁は、証券・商品市場の法的規制について、いわゆる「取引所集中原則」から売買取引を規制するのであるため、取引所特有の「干渉主義」を基礎として、証券・商品取引法の制度が成立すると指摘している。

この法的規制では、「産業界の自主性の尊重、取引所内の自治の伸張及び主務大臣の監督の整備」という三大原則が、証券・商品取引制度の基本精神としている。

をせずに勧誘行為に応じ、投資決定をするおそれがあると指摘される<sup>(40)</sup>。このように投資決定が投資者自身の判断によらずに、市場仲介者の断定的な情報だけによって行なわれた場合、その結果について両者間に争いが生ずることが、当然に予想される。

そもそも、証券会社および商品取引員は単に顧客に投資判断の資料を提供する者であり、そして投資決定は投資者自身の責任と判断で行なうという本来の投資姿勢を貫くことが必要である。万一、証券・商品取引の委託に関する争いが発生すれば、受託業者の信用のみならず、証券・商品市場の信頼性が疑われるために、健全な取引市場の発展は望まれないと思われる<sup>(41)</sup>。したがって、以上のような理由から断定的判断の提供は、証券・商品取引における自己責任の原則に違反し、それを信じて顧客に不測の損害を被ることのために、法が禁止する行為としているのである。

## (2) 利益保証・損失負担の約束、および損失補填

法は、証券・商品取引において、顧客に損失の全部若しくは一部を負担すること、または利益を保証することを約束して、委託契約の締結を勧誘する行為は禁止されている（証取法50条の2・1項1号、2項1号、商取法94条2号）。証券会社および商品取引員が顧客に投資勧誘する際に、取引市場で生ずる危険を受託業者自身が負担するという保証をして、一般投資者に投資勧誘をし、その保証約束のために、投資者はみずからの投資判断に基づかずに投資決定をすることがある。すなわち、証券会社および商品取引員が顧客に対して、損失負担または利益保証を約束し勧誘するときには、顧客は、証券・商品市場の危険性および取引相場の先行きについて考慮せずに勧誘行為に応じ、委託契約を結んでしまうおそれがあると言われる<sup>(42)</sup>。

---

<sup>(40)</sup> 神崎克郎「商品取引所法逐条解説（96）」商品先物市場昭和62年6月号21頁、河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）165頁参照。

なお、森田・前掲論文（註17）245頁は、「価格が騰貴し又は下落することの断定的判断の提供」について、証券会社が合理的根拠を有する予想や評価の表示は、証券取引法50条の主旨に含まれるものと解している。

<sup>(41)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註11）318頁は、断定的判断の提供による勧誘の場合に、証券会社の予測が狂えば、その言を信じて判断を誤った顧客は不測の損害をこうむり、その結果として、顧客と当該証券会社との間に紛争が生じ、それと同時に、投資者の証券会社一般に対する信用が失われることとなる」と指摘している。

<sup>(42)</sup> 河内＝尾崎・前掲書（註40）166頁参照。

なお、損失負担の約束または利益保証付の投資勧誘について、神崎教授が以下のように指摘している。この勧誘行為は、投資者の慎重な投資判断を妨げることによって、投資者の利益を侵すおそれがあるのみならず、多くの投資者の利益をも侵害する結果を生じさせる可能性があるとしている<sup>(43)</sup>。

さらに、顧客に対し、受託業者が積極的に「特別利益」の提供を約束する投資勧誘は、不当な委託勧誘として、禁止されるべきである（証券会社の健全性の準則に関する省令1条2号）。ここに言う「特別利益」とは、受託業務、すなわち証券・商品の勧誘行為における公正な競争として許容される範囲を超える利益である。具体的にいえば、顧客に対して委託手数料の割引、割戻しその他特別利益の提供、または顧客との損益を共通にする約束、もしくはそれを実行することが特別利益であり、禁止されるべきものと思われる<sup>(44)</sup>。そして、有利な価額で有価証券の割当を約束して勧誘すること等が特別利益提供の約束による勧誘行為に当たると指摘される<sup>(45)</sup>。

そのために、利益保証または損失負担の約束を伴う勧誘行為は、受託業者が取引上の危険を負担することにより、投資者の自己責任を妨げて安易な投資決定を促すとともに、証券・商品取引業務自体の健全性を損なうものである。まさに「特別利益」の提供を約束にする勧誘行為は、市場仲介者の委託業務に関する紛争の原因となりやすいために、投資者保護の立場から禁止されるべきと思われる<sup>(46)</sup>。

ところで、1991年半ば、証券大手四社を中心に事後的な損失補填が行なわれた、いわゆる「証券不祥事」が発覚したが、これは資本市場に対する信頼性を大きく損なう事件である<sup>(47)</sup>。ここでの「損失補填」とは、事前に利益保証または損失負担の約束はなく、

---

<sup>(43)</sup> 神崎・前掲論文（註14）168頁は、「投資勧誘における損失負担の約束や利益保証に関連して行なわれる他の投資者の財産の騙取や横領は、稀ならず見られるところであり、そのような行為は、多くの投資者の利益を侵害する」としている。

<sup>(44)</sup> 日本証券業協会「証券従業員に関する規則」9条3項6号、日本商品取引員協会「受託業務に関する規則」5条4号、ならびに東京工業品取引所「受託契約準則」22条4号参照。

<sup>(45)</sup> 神崎・前掲書（註11）365頁、神崎・前掲論文（註14）169頁参照。

<sup>(46)</sup> 神崎・前掲書（註11）365頁、神崎・前掲論文（註40）21頁参照。

<sup>(47)</sup> 1988年以来、証券大手四社が大顧客に巨額な損失補填をしていたことは、1991年半ばに発覚し、その補填総額が1,700億円とも2,000億円にのぼるとも報道され、証券会社による社会的責任の観点から大きな批判を浴びている。朝日新聞1991年6月20日夕刊、日本経済新聞1991年6月21日、1991年9月25日参照。

1960年代より、先物業者が商品市場の規模を拡大すると同時に、一般の投資者へ投資勧誘を行なったことで、委託者として商品先物取引を行なう投資勧誘の関係する事件が急増した。その勧誘規制に違反した投資勧誘の行為が、委託契約の効力に影響を与えるかどうかについて、以下に検討したいと思う。すなわち、規制違反の投資勧誘による委託契約の効力の問題について、まず代表的な裁判例を取り上げ、裁判所の見解を整理したうえで、各学説の法的理論を加えて論じる。

まず、松山地裁昭和41年9月20日判決においては、「商品取引所法91条1項は、営業所または事務所以外での受託を禁じ、かつ委託の勧誘についても、一定の資格を有し、登録を受けた外務員に限定して委託の勧誘を許容しているのみである。その法意が外務員の不正手段による委託契約の成立を防止し、併せて委託者に不測の損害を被らせることのないようにするためであることは、推測するにたたくない」とし、さらに「同条は、原告主張の外務員による包括的委託なるものを許容する趣旨とは到底考えられないし、また、同条の規定の精神に照らせば、同条は委託者保護の強行法規と解するのが相当である」と判示している。すなわち、同地裁では、投資勧誘規制の違反による委託契約は無効になるとしていた<sup>(54)</sup>。

しかし、京都地裁昭和43年11月26日判決において、先物業者の外務員の勧誘による一任売買の受託について、商品取引の勧誘またはその受託を制限する商品取引所法94条、および当該取引所の定める受託契約準則3条、17条に包括的委託を禁止する規定は、「行政的取締法規であるが、その目的は、商品売買取引に不馴れな一般顧客が、商品取引員またはその外務員、従業員らの行為により、不測の損害を蒙ることを防止し、個人の利益を保護することにもあると解すべきである」とした<sup>(55)</sup>。なお、札幌地裁昭和47年5月24日判決には、一任勘定契約の効力について以下のような司法判断を示した。すなわち、「委託者の保護についてみても、取引員が殊更委託者の利益を害するような売買をするのでないかぎり、売買の結果が委託者の利益を害するかどうかは結果論にしか過ぎず」とし、また「取引員が殊更委託者の利益を害するような売買をした場合には委

---

<sup>(54)</sup> 松山地裁昭和41年（1966年）9月20日判決（下級民集17巻9・10合併号835頁）参照。

<sup>(55)</sup> 京都地裁昭和43年11月26日判決（金融・商事判例157号18頁）参照。

託の趣旨に反する債務の履行による損害賠償請求の問題として損害は補填されるから、包括的委託の私法上の効力を否定しなければ法96条1項3号の立法趣旨が遂げられないとは解することができないのである」と指摘しながら、「これを無効としなければならないほどの反倫理性があるとも思われぬ」と判示した<sup>(56)</sup>。

なお、この一任勘定取引にもかかわらず、先物業者が顧客に対し、断定的判断を提供するという商品取引所法に違反した不当勧誘による委託契約の効力については、神戸地裁伊丹支部昭和46年10月14日判決により、有効であるとされた。すなわち、同判決は、「原告会社の外務員は、被告に対し、利益を生ずることが確実であると誤解させるべき断定的判断を提供して、本件委託を勧誘したものであると云うべく・・・法94条1項1号に違反するものであり、商品取引に無知である一般委託者に対し不測の損害を蒙らせる恐れがあるから、不当な勧誘と云うべきである」と指摘しているが、このような「不当勧誘によって行なった商品取引の委託契約であっても、それが詐欺行為として取り消され、あるいは要素の錯誤として無効となる場合は格別、商品取引における投機性的な性格から見て、当然に私法上の効力を否定すべきものではない」と判じたのである<sup>(57)</sup>。

なおさら、最高裁昭和49年7月19日判決には、断定的判断を顧客に提供したり、商品取引の委託を勧誘することにつき、神戸地裁伊丹支部の見解を支持し、「商品取引員が同法（商品取引所法）94条1項1号に違反して不当な委託勧誘をなし、それによって顧客間との取引委託契約が行なわれた場合であっても、右契約が商品取引に経験のある顧客の自由な判断ないし意思決定のもとに行なわれたときは、何ら公序良俗に反するところはなく、契約の効力に影響がないものとするべきである」との判示によって、委託契約が有効とされた<sup>(58)</sup>。

さらに、証券・商品取引における損失負担・利益保証の特約については、大阪地裁昭和57年9月27日判決は、この特約が「（商品取引所）法94条2号に違反する不当な勧誘に該当するとしても、本件においては右勧誘は本件取引委託契約の締結についての動機上

---

<sup>(56)</sup> 札幌地裁昭和47年5月24日判決（判例時報647号102頁）参照。

<sup>(57)</sup> 神戸地裁伊丹支部昭和46年10月14日判決（判例時報652号79頁）参照。

<sup>(58)</sup> 最高裁昭和49年7月19日判決（判例時報755号59頁）参照。

の問題であるか、または契約締結後の一事情に過ぎないから、そのことのみをもって直ちに本件取引委託契約の効力に消長をきたすものとは解されない」として、有効であるという見解を示した<sup>(59)</sup>。

以上を総合的に見ると、不当勧誘による委託契約の効力について、判例は、松山地裁昭和41年9月20日の判決を除き、不当勧誘行為の禁止を強行法規でなく行政取締規定と解して、これに違反する先物取引委託契約の私法上の効果は、それに左右されないとする傾向があると思われる。

しかし、不当勧誘による先物取引委託契約の効力は否定されないが、先物取引受託業者がその受託契約による委託手数料・証拠金を請求することは、商取引上信義則に違反するため、許されないと解する裁判所の見解が注目されるべきと思われる。すなわち、神戸地裁伊丹支部昭和46年10月14日判決が述べているように、「・・・自ら法および準則に違反して不当な勧誘をあえて行ないながら、同じく法および準則の規定を援用して高額の手数料（報酬）を請求することは、法および準則の精神に反するばかりではなく、また取引当事者を支配する信義の原則に反し、許されるべきではない」という見解には、札幌地裁昭和55年3月28日判決でも支持され、商品取引員の委託手数料等の請求を棄却した<sup>(60)</sup>。

そして、規制違反による委託契約の効力の論争につき、学説の多数は、裁判所の見解を支持している。すなわち、証券・商品取引法における勧誘禁止規制に違反した委託契約には、その私法上の効力を認める有効説が通説であるという。この通説とされる有効説に対しては、さらに禁止規制違反による委託契約の効力に関して、取消可能説、または無効説という反対説がある。

#### 一 有効説

有効説では、基本的に、不当勧誘禁止の規制を効力の強行規定ではなく、行政取締の訓示規定にすぎないとしている。有効説によれば、不当勧誘行為禁止の根拠は、商品取引受託業務の健全性を確保し、顧客の自己責任原則を歪めないように、先物業者に強く

---

<sup>(59)</sup> 大阪地裁昭和57年9月27日判決（金融・商事判例67号45頁）参照。

<sup>(60)</sup> 札幌地裁昭和55年3月28日判決（判例時報981号123頁）参照。

要求するということである<sup>(61)</sup>。それゆえ、不当勧誘禁止規制の違反による委託契約であっても、私法上の効力は否定されないということになる。

まず、奥山教授はこの委託契約を無効とせず、商品取引の委託契約における委・受託当事者の立場から、次のように指摘している。すなわち、同教授は、「これを無効とする場合には、委託者において当該委託に基づく売買取引により利益が上がったときは無効を主張せず、逆に損失を生じたときに無効を主張するという事態も当然に考えられるのであって、このような結果は、むしろ当事者の信義・公正を害するものとして委託者保護の要請の合理的範囲をこえるものともいえないではない」という<sup>(62)</sup>。

さらに、その委託契約の先物業者責任に関して、奥山教授は「その受託を無効と見れば、委託者は商品取引員に対し、せいぜい民法715条の使用人責任を追及しうるかどうか問題となる程度にとどまり、右授權に基づく商品取引員の契約責任を問えないことになるのであって、それでは委託者の保護に欠ける結果となるであろう」とし、そのような違反行為について、委託契約の効力を否定することに代わり、刑罰および行政的措置等の制裁が投資勧誘禁止規制の目的を達するためには、十分ではないかと指摘する<sup>(63)</sup>。

## 二 取消可能説

まず、取消可能説とは、委託者の意思表示の瑕疵をもたらす不当勧誘行為が「詐欺」に該当するか否かという観点から、詐欺に該当する場合には、これにより、委託契約の効力が取消可能とする説である。

渋谷教授は、米国の証券取引規制において、「利益を保証して委託を勧誘する行為が証取法または商取法における詐欺の典型である」という立場を紹介し、ミスリーディングな表現で証券取引の委託を勧誘した専門業者としてのブローカーの責任を強く主張される。すなわち、同教授は、「アメリカで、連邦証券取引所法10条(b)にもとづく SEC

---

<sup>(61)</sup> 証券・商品取引の制度においては、主務大臣の監督がそのような固有精神として過当勧誘の取締とともに、委託保護の徹底にする政策と言われる。

<sup>(62)</sup> 奥山恒郎「商品仲買人の外務員に対する売買取引の包括的委託の効力」『証券・商品取引判例百選』（有斐閣・1968年）24頁参照。

<sup>(63)</sup> 奥山・前掲論文（註62）24頁参照。

規則10B-5に関する判例が示しているように、知識・経験等において優位にたつ者と劣位にある者との間のこの種の取引においては、対等の地位にある当事者間で行なわれる通常の取引におけるよりも、前者の後者に対する詐欺の成立を容易に認めるべきである」と指摘している。そして、渋谷教授は、このような特定の当事者間の解決策については、まず公正な商品取引委託関係の確立が制度的要求として、優先されるべきである、と述べている<sup>(64)</sup>。

このような詐欺構成理論に関して、上村教授は、「結局、商取法94条1項1号は、実質的に民法上の詐欺の成立範囲を拡張した規定と解されることになる」と指摘する。さらに、同教授は、「この立場は、民商法的発想を前提にしつつ商品取引員と顧客との間の取引関係においては、投資者保護の制度的利益をより実質化させようとするものであり、説得力を有する立場である」として、「委託の効力を否定するという制裁が、規定を遵守させるもっとも有効な手段」とする渋谷教授の見解を支持している<sup>(65)</sup>。

なお、上村教授は、投資者保護のための昭和42年商品取引法の改正によって、不当な勧誘行為禁止の規制を次のように指摘する。すなわち、同教授は、一般投資者の取引参加による投資者保護の理念は、「商品取引員と委託者との関係については、商人間の慣行と信義則によって円滑に処理されるという前提の下によい規制」が、導入されるべきであり、また、「商取法に違反する委託契約の効力については、その私法上の効力は有効であるという理解が従来より極めて有利なのであるが、かかる見解において特徴的なことは、商品取引所法という特別法の有する固有の倫理、またはその守ろうとして利益、といった事柄に対する関心の欠如である」と、言われた<sup>(66)</sup>。

商品市場の取引制度においては、無資格の委託者を排除するという観点が本質的、理論的かつ必然的である。しかし、今日のような市場への一般投資者参加状況下の商品取引を考える場合に、市場の公正な機能と一般投資者参加ということが矛盾的な命題とな

---

<sup>(64)</sup> 渋谷光子「商品取引所法違反の委託の効力：不当勧誘による成立した委託について顧客に対する手数料請求を否定した例」ジュリスト575号127頁参照。

<sup>(65)</sup> 上村達男「商品取引所法91条1項、94条1項1号、並びに97条1項に違反する委託契約の効力」『商品取引の判例と紛議処理』（同文館・1976年）21頁、上村達男「商品取引所法91条1項、94条1項1号に違反する委託契約の効力」『商品取引判例体系』（商事法務研究会・1993年）106頁参照。

<sup>(66)</sup> 上村・前掲論文（註65）17頁参照。

り、それを調和することが取引市場の使命である。しかしながら、法は、単なる委託者保護ではなく、取引市場における公正な価格形成の期待可能性を維持しなければならないという役割を果す。そのために、商品取引所法の条項が可能なかぎり、上のような見解に立って解釈する必要があるだろう。ある委託契約が何らかの条項に違反していても、私法上の契約の効力は有効であるとする解釈が、怪しいと思われる<sup>(67)</sup>。

したがって、上村教授は、不当勧誘による商品取引委託契約の私法上契約の効力を有効と解することで、「結果として、公正・適正な市場価格に対する阻害要因を送り込むことになってはならない」と指摘している<sup>(68)</sup>。

### 三 無効説

その勧誘禁止規制の違反による委託契約は、法の目的（証券取引法1条、商品取引所法1条）に抵触するため、無効とするべきという見解がある。これは、無効説といわれる。

無効説は、投資勧誘に関する法の禁止規制を効力規定と解釈し、その禁止規定が究極的に保護しようとするものは、委託者の利益または取引の公正であるとしている<sup>(69)</sup>。すなわち、証券会社または先物業者が、証券・商品市場における公正な価格形成の担い手であるにもかかわらず、顧客に対し、断定的判断の提供、利益保証・損失負担ないし補填の約束、および一任勘定取引の不当勧誘に基づいて締結した受託契約は、公正な取引市場の阻害要因となる恐れがある。したがって、委託者保護という法の要請に鑑みれば、かかる不当勧誘が市場取引の本質に反するために、それに基づく委託契約は無効とされるべきである。そこで、証券会社または先物業者の不当勧誘に基づく委託契約は、証券・商品市場の市場機能を阻害するのみならず、委託者の保護にも大きな影響をもた

---

<sup>(67)</sup> 上村達男「商品取引所法97条1項に違反する委託契約の効力」『商品取引判例体系』（商事法務研究会・1993年）280頁参照。

<sup>(68)</sup> 上村・前掲論文（註65）21頁、上村・前掲論文（註67）280頁参照。

<sup>(69)</sup> 土橋 正「不当勧誘と委託者保護に関する若干の検討」『商品取引所論体系（5）』（全国商品取引所連合会・1986年）65頁は、商品取引所法94条に違反する行為に基づく委託契約について、同条1号による断定的判断の提供に基づく委託契約は、委託者の将来の価格に対する判断が公正に市場に反映されていないし、また同条2号の利益保証による勧誘に基づく委託契約、および同条3号の包括的な委託契約は、商品取引の機能からも当然に効力を否定されるべきことであるとしている。

らすので、その勧誘行為が法目的の違反として絶対に許されないことになると、無効説が主張する<sup>(70)</sup>。

以上のように、当該委託契約の効力の問題について、裁判所の見解に対して様々な学説が展開している。この問題の論争につき、私見によれば、とりあえず証券・商品取引の市場集中原則から、投資者保護の法的理念を釈明すること、および投資勧誘規制の法的性質を検討することが必要であると思われる。さらに、市場秩序の下において、不当勧誘行為による委託契約の民事責任を証券会社または先物業者に追及すべきではないかと考える。

まず、経済市場における証券・商品取引の法的規制については、いわゆる「取引所集中原則」から市場の売買取引を規制するのが、証券・商品取引に関する法の主旨であると言われる。これは、田中教授が指摘しているように、取引所特有の「干渉主義」を基礎として、証券または商品取引所法制が成立する。すなわち、その特有の「干渉主義」とは、組織法に由来するものである<sup>(71)</sup>。証券・商品市場の法的規制によれば、証券取引所および商品取引所は、産業界による「共同組合的企業形態たる会員組織」のみが認められている非営利法人とする。この立場に基づき、証券・商品取引に関する法の制定は、「産業界の自主性の尊重、取引所内の自治の伸張および主務大臣の監督の整備」という三つの原則が、証券・商品取引所制度の精神として挙げられている<sup>(72)</sup>。

委託者保護は、取引所法政策の重点となっている。すなわち、証券・商品取引は、一般投資者が証券会社および先物業者を通じて取引をするのである。そのために、法は、委託者の利益を保護するという投資者保護の精神に基づき、「委託者たる取引員が委託

<sup>(70)</sup> 土橋 正「商品取引所法94条違反の委託契約の効力について：先物取引の本質からみて」青山法学論集26巻2号67頁参照。

<sup>(71)</sup> 田中・前掲書（註39）28頁参照。

なお、今野 勉「取引所における売買取引について」『商事法の研究』（有斐閣・1968年）313頁は、「戦後、証券取引法、および商品取引所法が制定せられ、それぞれ取引所市場における売買取引についても規定しているが、その市場における売買取引についての内容は基本的事項にのみ限られ、その細部については各取引所業務規定に委ねられ、法律の干渉は、単に国家が取引所政策（過当または不健全取引の抑制）を実行するに必要な限度に止めている」と述べている。

<sup>(72)</sup> 吉田・前掲書（註39）222頁参照。

の利益を害せざるよう、取締規定を設けている」のであると、同教授は指摘する<sup>(73)</sup>。したがって、証券会社または先物業者の不当勧誘による取引委託の契約が締結される場合には、その契約が何ら公序良俗に反するところなく、かつ詐欺行為として取り消され、または要素の錯誤として無効となるのではないかぎり、その私法上の効力は否定されるべきではないという裁判所の見解を支持したい<sup>(74)</sup>。すなわち、投資勧誘禁止規制の違反は、直ちに無効となるのではなく、むしろ民法上の責任を追及する根拠となるべきであろうと思う。

平成3年、証券大手四社を中心に事後的な損失補填、いわゆる「証券不祥事」が明るみにでて以来、損失保証、利益保証、および損失補填の行為は深刻な社会問題になった。そのため、投資勧誘違反の委託契約の効力という争点につき、裁判所の見解が若干異なることとなった。平成6年3月8日大和証券損失保証事件における東京地裁は、「法律が損失保証および利益保証について網羅的かつ明瞭に禁止し、しかも、その禁止の趣旨は証券会社のみならず、これらを要求して実現した顧客にまで刑罰をもって臨むという厳格なものであることからすれば、損失保証および利益保証は、証券取引秩序を損なわせる反社会的行為」として、「そのような約束が仮になされたとしても、その約束は、公序良俗に反し、民法90条により無効であるというべきである」と指摘し、その私法上の効力が認められないと判示した。すなわち、この事件における東京地裁の見解は、損失負担・利益保証、損失補填を約束行為が単なる法規制の違反のため、無効となるのではなく、むしろその行為そのものが反社会的であり、その約束は公序良俗に反し、無効と

---

<sup>(73)</sup> 田中・前掲書（註39）30頁参照。

<sup>(74)</sup> 名古屋消費者問題研究会『判例消費者取引法』（商事法務研究会・1992年）235頁参照。

(1) 不当勧誘行為を詐欺として肯定した事例：

神戸地裁昭和40年11月5日判決、東京地裁昭和49年4月18日判決、高松地裁昭和57年2月10日判決、札幌地裁昭和59年5月24日判決、大阪地裁昭和60年4月9日判決、札幌高裁平成3年10月21日判決。

(2) 不当勧誘行為を錯誤として肯定した事例：

京都地裁平成元年2月20日判決。

(3) 不当勧誘行為を公序良俗違反として肯定した事例：

大阪地裁昭和58年2月28日判決、福岡地裁昭和58年4月26日判決、京都地裁昭和59年6月15日判決、名古屋地裁昭和59年11月16日判決、大阪高裁昭和60年4月26日判決、東京地裁昭和63年12月15日判決。

されなければならないという見解である<sup>(75)</sup>。

この受託契約を無効とすると、通説が指摘するように、このような結果は、むしろ当事者の信義公正を害するものとして、委託者保護の要請に合理的範囲をこえる恐れがある。それにもかかわらず、もしその委託契約を無効とすれば、特に外務員が受託に際して、預かった委託証拠金を消費した場合、契約上の責任を証券会社または先物業者に追及できなくなり、民法715条による使用者責任の追及がとどまり、委託者に不利な状況を追い込むことになるわけである。

確かに、河本教授が指摘されるように、証券・商品取引の不当勧誘事件では、例えば一任勘定取引による包括的受託は、証券会社または先物業者が顧客に断定的判断を提供し、利益保証・損失負担を約束する法的違反行為と結びついて、もっぱら市場仲介者が委託手数料の稼ぎを目的として、頻繁に証券または商品取引を行なうように、投資勧誘に関連する大きな問題が存在すると考えられうる。もしも、不当勧誘による委託契約を有効とすれば、その結果について、差損金を顧客に負担させるのは、たとえ顧客の合意に基づいて、証券・商品取引を行なったとしても、結論から言えば、妥当ではないと思われるが、裁判例の見解では、その法違反の勧誘に基づく委託契約が有効であるという前提に立ち、それぞれの状況に応じて、被害の顧客に対する証券会社または先物業者の請求を認めないための理論構成が様々に展開しつつあるようである<sup>(76)</sup>。すなわち、証券・商品取引の不当勧誘に関し、裁判所は、その委託契約が投資勧誘規制に違反して、直ちに無効とはせずに、むしろ証券会社および先物業者に民事責任を追及する根拠として、柔軟性のある考え方をもち、投資者保護のため、より有効な法的対応をすることが重要な課題と思われる<sup>(77)</sup>。

また、不当勧誘による委託契約の効力の問題については、比較法的観点から、渋谷教授の米国証券取引規制における不当勧誘行為の詐欺理論に関する紹介が注目される。そ

---

<sup>(75)</sup> 東京地裁平成6年3月8日判決（判例タイムズ838号98頁）参照。

なお、名古屋地裁平成6年4月26日判決（判例時報1530号84頁）、東京地裁平成6年4月28日判決（判例時報1529号90頁）は、同様な見解を示している。

<sup>(76)</sup> 河本一郎「証券・商品取引の不当勧誘と不法行為責任」『商事法の解釈と展望』（有斐閣・1984年）491頁参照。

<sup>(77)</sup> 不当勧誘行為に関する民事責任の追及については、次章で検討する。

ここでは、同教授は、「取引当事者間の具体的関係の相違により詐欺を構成する事実が異なることは民法の解釈からも導かれるが、商品取引の詐欺の成立には、これを主張して取引の効力を否定しようとする者の側で真実に反する表示に信頼して取引をしたことを立証することを要しないと考えるべきであるから、この種の詐欺に関しては商取法にもとづく委託の取消および損害賠償請求を認める方が顧客保護の要請に適う」と指摘している<sup>(78)</sup>。つまり、それは大陸法系、英米法系を問わず、投資者保護が法的正義に一致しているのである。

---

<sup>(78)</sup> 渋谷・前掲論文（註64）127頁参照。

## 第2章 不当勧誘の民事責任

証券・商品取引の委託契約においては、委託者たる顧客は、売買取引の経済的効果を自らに帰属させるよう請求しうる権利が発生し、他方、証券会社および商品取引員は、売買取引の委託手数料、委託証拠金ならびに損益差損金の支払請求権を取得することとなる。

ところが、証券会社または商品取引員が法に違反して、不当な勧誘行為を行なって締結された委託契約の効力はどうであろうか。法に違反して不当な勧誘が行なわれ、それによって顧客が損害を被った場合に、顧客は、受託業者に対して損害賠償責任を追究することができるだろうか。もしできるなら、それはどのような法的根拠に基づいているものであろうか。

### 第1節 不当勧誘の問題

投資勧誘の不当性については、どう把握してよいのか。不当勧誘の問題について、取引被害の実態から証券会社及び商品取引員の勧誘姿勢を究明することが極めて重要であり、投資勧誘の研究に不可欠なものと考えられる。

国民生活センターにおいて商品先物取引の被害・苦情等の相談が多数寄せられ、受託業者による不当勧誘の実態が明かになっている<sup>(1)</sup>。すなわち、受託業者は、無差別電話による勧誘を行ない、戸別訪問の予約を取付ける例が典型的な手口である。その多くにおいては、外務員がその取引の危険性を隠しながら、「信用させる」、「絶対儲かる」、もしくは「元金・利益を保証する」という錯覚しやすい言葉を用いて、顧客が商品取引の委託契約を締結させられたケースである。また、顧客が業者の投資勧誘に対し、曖昧

---

<sup>(1)</sup> 経済企画庁国民生活センター『商品先物取引相談処理マニュアル』（1989年）1-26頁参照。

なお、1979年経済企画庁国民生活局「消費者政策の新しい課題：国民生活審議会消費者政策部会報告」6頁は、不当勧誘の具体的意味を以下のように指摘している。すなわち、(1)不適格者勧誘、(2)取引内容等に関して巧妙な詐欺的言辞を用いた勧誘・広告、(3)不意打ちの電話または個別訪問の際の強引、執拗かつ悪質な勧誘、(4)契約内容の欺瞞性、という特徴の中の一つまたはこれらの特徴を複数具備した勧誘行為である。

な対応をしているうちに、業者は「もう買った」と偽って、委託契約の締結を強要している場合も少なくないといわれる。なお、無断で売買すること、一任させることなど、むりやり委託取引を行なわせるように、悪質な勧誘方法も指摘されるようである。商品取引の委託契約に関して、投資者に商品投資の被害を生み出せる不当勧誘の問題は、今日至るまで、絶えず発生している。

なお、数年来、金融商品の開発に伴い、特に金融証券化した投資商品について、被害が急増しているために、証券会社の投資勧誘に係わる証券訴訟事件がかなり多くなっているようである。平成3年度証券取引被害の実態について、日本弁護士連合会消費者問題対策委員会が統計・分析した結果、不当勧誘をめぐる証券取引の被害は圧倒的多数を占めている。この結果に従い、同委員会は、断定的判断の提供、不実の表示、損失保証・利益保証、及び適合性の原則違反という不当な勧誘行為が、顧客に証券取引の被害をもたらす重要なパターンと指摘している<sup>(2)</sup>。

そこで、証券会社または商品取引員が市場仲介者の立場にありながら、投資者に構造的・詐欺的被害を蒙らせるような不当勧誘は、悪徳商法の一つとして、注目されるべき社会問題となっている<sup>(3)</sup>。

さて、証券・商品取引においては投資者の自己責任が、重要な基本原則である。

この自己責任原則は、顧客自身の責任及び投資判断により、証券・商品取引を決定すること、いわゆる個人意思自治の原則を確保するために、証券会社または商品取引員の人為的な不当行為を排除する側面から、不当勧誘禁止規制の意義が大きく存在する。すなわち、証券会社または商品取引員が証券・商品市場に関する取引情報・投資助言を提供し、顧客を勧誘する際、顧客に自らその投資決定を行なわせることは、投資勧誘の基本的要求である。したがって、法は証券会社または商品取引員に対して、顧客の自己責任原則を損なわないように、いわゆる断定的判断の情報提供、利益保証・損失負担の約束、ないし一任勘定契約の締結を不当な投資勧誘行為として、禁止する（証取法50条、

---

<sup>(2)</sup> 日弁連消費者問題対策委員会『証券取引被害救済の手引』（日本弁護士連合会・1993年）9頁参照。

<sup>(3)</sup> 浅井岩根「先物取引の被害と救済」判例タイムズ701号77頁、日弁連消費者問題対策委員会『証券取引被害救済の手引』（日本弁護士連合会・1993年）8頁参照。

50条の3、商取法94条)。

なお、証券会社及び商品取引員は、証券・商品取引委託の引受を業とする専門家である。専門家の地位から顧客の信頼を獲得するための仲介業務には、専門家の標準に従い、注意義務を払わなければならない。そのために、投資者本位の営業姿勢、いわゆる適合性の原則は、顧客の投資目的、財産状況及び取引経験を考慮したうえで、顧客に適合するような投資勧誘の最高基準を要請するものである。この注意義務は、企業取引の倫理である<sup>(4)</sup>。平成4年(1992年)の改正における証券取引法は、投資者保護の理念に基づいて、適合性原則を基礎とした投資勧誘基準(証取法54条)を採択し、証券会社に業務執行上の誠実・公正義務を要求している(証取法49条の2)。

そこで、証券・商品取引の勧誘規制は、法、主務政・省令ならびに各自主規制とともに、投資者保護の立場から市場仲介者に適切な対応姿勢を要求する一方、もし証券会社または商品取引員が投資勧誘規制に違反する場合には、行政上の懲戒処分を与えることができるとしている<sup>(5)</sup> <sup>(6)</sup>。

しかし、問題になっているのは、勧誘規制違反の委託契約及び損害賠償、いわゆる不当勧誘の民事責任と思われる。禁止規制に違反する投資勧誘によってなされた委託契約の締結については、前章において検討した。すなわち、不当勧誘に基づいて締結されたこの委託契約において、その勧誘行為が公序良俗に反するものではなく、または詐欺として取消され、あるいは要素の錯誤による無効であることと認められるものでないかぎり、その契約は原則として私法上は有効であると解する。さらに、これを前提として、証券・商品取引の損害を被った投資者は、証券会社または商品取引員に不当勧誘の責任を追及することが認められるか、どうか問題となる。

不当勧誘の問題について、まず商品取引の分野で裁判例が数多く存在している。この不当勧誘に関する裁判例の見解は、要約するならば、次のようになる。すなわち、およ

---

<sup>(4)</sup> 神崎克郎『証券取引規制の研究』(有斐閣・1968年)178頁は、証券会社が委託業務を勧誘・執行する際には、周到な専門家を標準として高度の善管注意義務に従うべきとしている。

<sup>(5)</sup> 証券取引法54条1項、商品取引所法123条では、主務大臣は証券会社及び商品取引員に対して行政監督上の処分を命じることができると規定されている。

<sup>(6)</sup> 経済法における顧客の不当な誘引行為規制の主たる目的は、自由競争の資本主義社会における企業倫理の確立と、競争秩序を維持するという法政策に存在するといわれる。

昭和50年以前の判例は主として、その委託契約の有効・無効を争点としていたが、その後、判例は契約の有効・無効にもかかわらず、その不当勧誘の不法行為責任を問題の重心とするようになってきている<sup>(7)</sup>。

市場仲介者が勧誘規制に違反し、顧客に取引上の損害をもたらした場合、顧客の救済方法に関しては、法律には特別の規定がない。そこで、民法上損害賠償法の理論に基づいて、委託契約の効力を否定したり、不法行為責任を追及するか、または契約の有効・成立を前提として、債務不履行を構成するかを検討するのが一般論であるが、不当勧誘をめぐる損害賠償請求事件では、不法行為による民事上の救済が主となっているようである<sup>(8)</sup>。不当勧誘行為の責任について、その委託契約が有効であることを基礎として、受託業者に不法行為責任を追及する判例の理論構成が定着しているようである<sup>(9)</sup>。

確かに、不当勧誘行為の違法性を根拠にして、証券会社または商品取引員に不法行為責任を負わせる裁判例の見解は、投資者保護のために有力な考え方である。ところが、不法行為責任の追及については、法理論上の構成に不都合な問題点が確実に存在していると指摘される<sup>(10)</sup>。なお、もしも投資勧誘の段階から、契約締結に至る段階を研究考察の対象とすれば、市場仲介者に契約上の責任を追及する余地が十分あると思われる<sup>(11)</sup>。

したがって、市場仲介者の不当勧誘問題について、本章では不法行為法及び契約法の対応を中心テーマとして、民事責任の領域を検討したいと思う。

## 第2節 不法行為責任の検討

### 第1款 裁判例における不法行為責任の構成

---

<sup>(7)</sup> 名古屋消費者問題研究会『判例消費者取引法』（商事法務研究会・1992年）223頁参照。

<sup>(8)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為」判例タイムズ853号24頁参照。

<sup>(9)</sup> 河本一郎「証券・商品取引の不当勧誘と不法行為責任」『商事法の解釈と展望』（有斐閣・1982年）494頁、河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）167頁参照。

<sup>(10)</sup> 松岡和生「商品取引委託契約が有効に成立している場合に外務員の勧誘行為の違法性を理由として民法第715条第1項を適用することの可否」判例時報706号136頁、石田喜久夫「金先物取引の法的問題」法律時報55巻2号70頁参照。

<sup>(11)</sup> 山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）340頁、清水・前掲論文（註8）25頁参照。

不当勧誘の問題については、まず京都地裁昭和43年11月26日判決がはじめて、不当勧誘により不法行為が成立すると構成し、損害を蒙った顧客への賠償を認める裁判所の見解が現われたようである。すなわち、同裁判所は、商品取引に関する投資勧誘の諸規定は、「行政的取締法規であるが、その目的は、商品売買取引に不馴れな一般顧客が、商品取引員またはその外務員、従業員らの行為により、不測の損害を蒙ることを防止し、個人の利益を保護するにもあると解すべきである。従ってこれらの法規に反する行為がありこれによって他人に損害を生ぜしめた場合においては、その行為は不法行為となるといわなければならない」としている<sup>(12)</sup>。そして、このように、不当勧誘の民事責任を追及する裁判例の見解は、不法行為法上の責任を認める顧客の救済方法が昭和50年代から定着しているようである<sup>(13)</sup>。

しかし、この判決における不法行為責任の理論構成については、様々な疑問、さらに論争を呼び起こしてきたのである。すなわち、この理論は、不当勧誘における投資者の保護に資する有力な方法であると思われるが、「有効な(?) 契約が因となって不法行為が成立する」ことについて若干の疑問を提起しながら、「委託契約の動機(?)に詐欺的要素=告知義務違反のあったことと、先物取引による差損との間の因果関係に基づいて、不法行為の成立を語っている」と、石田教授が指摘されている<sup>(14)</sup>。また、河本教授も、「下級審とはいえ、判例の主流をなしているのは、委託契約を有効としつつ、同時に業者側に不法行為が成立するとする論法である。確かに、この論法にはいささかひっかかるものがある。有効な契約から成立した債権・債務が、直ちに損害賠償の債権・債務に転化するということが論理的に成り立つのかという疑問がある」としている<sup>(15)</sup>。

---

<sup>(12)</sup> 京都地裁昭和43年11月26日判決（金融商事判例157号18頁）参照。

なお、大阪地裁昭和47年9月12日判決（判例時報689号104頁）は、外務員の違法勧誘による商品先物取引自体は有効であることを前提としているが、その違法勧誘行為は商品取引受託事業の執行につき故意または過失により被告の顧客に損害を与えたものであるから、商品取引員は不法行為法上の責任を負うとしている。

<sup>(13)</sup> 清水・前掲論文（註8）24頁参照。

<sup>(14)</sup> 石田・前掲論文（註10）70頁は、金先物取引被害の検討において大津地裁彦根支部昭和50年10月30日判決、高知地裁昭和56年6月24日判決、神戸地裁龍野支部昭和57年8月25日判決に対して疑問を呈している。

<sup>(15)</sup> 河本・前掲論文（註9）497頁参照。

なお、それ自体完全に有効に成立している契約が不法行為の要件に該当することの理論構成について、松岡教授が以下のように批判している。すなわち、「契約が有効に成立しているのに、その契約を成立せしめた外務員の行為が不法行為になるというのは、どういうことであろうか」と指摘しながら、「有効な契約当事者としての原告（商品取引員）が他方では同時に民法第715条第1項の使用者責任をとられるという結論も、まったく矛盾であり、誤解である」ということを強調している。なお、民法715条1項における不法行為のため使用者責任の適用は、もっぱらその委託契約自体の不成立、または無効、取消を前提としての規制であるといわれる<sup>(16)</sup>。

さらに、違法勧誘の委託契約が無効であるべき少数説は、次のように指摘している。すなわち、不当勧誘による委託契約を有効とすると、業者が委託に基づいて、買付けまたは売付けをしなければならないが、他方、業者は「委託者が被った損失」という不法行為の責任を負わなければならないことになることに矛盾があるという<sup>(17)</sup>。

この不法行為の構成理論について、裁判例の見解を肯定する説もある。

まず、吉井教授は、不当勧誘行為において行政取締規定に違反する委託契約の有効か否かと不法行為の成立とは、個別に検討されるべき問題と指摘し、商品取引員の「勧誘行為が商品取引所法に違反する違法な勧誘行為として不法行為を構成しながらも、他方当該行為に基づいて締結された契約そのものは有効とされたことは相容れないものではない」と判例の立場を肯定して主張される<sup>(18)</sup>。

すなわち、不当勧誘についての不法行為責任の成立は、かならずしもその契約の不成立または無効、取消を前提とするものではないといわれる。なお、不当勧誘の成立のための客観的要件の一つである違法な侵害行為の態様として、「取締法規違反」も含まれるという理論を基に、不当勧誘行為に基づく委託契約は有効であっても、その違法な勧誘の結果として不法行為責任が認められるべきであることを強調する。

---

<sup>(16)</sup> 松岡・前掲論文（註10）139頁参照。

<sup>(17)</sup> 土橋 正「商品先物取引の勧誘と不法行為」『商品取引判例体系』（商事法務研究会・1993年）168頁参照。

<sup>(18)</sup> 吉井 溥「有効な委託契約が成立している場合に外務員の勧誘行為の違法性を理由に使用者責任を認めた事例」『商品取引の判例と紛議処理』（同文館・1976年）195頁参照。

そして、商品取引の不当勧誘行為について、顧客側が詐欺または錯誤を立証することは、極めて困難であるという事実がある。そこで、商品取引の受託業者の不当勧誘行為における投資者の保護には、あえてその救済の道を講じなければならないため、「たとえ当該委託契約の無効・取消しをもたらすにいたらない程度の不当勧誘であっても、それが取締法規たる商取法規に違反する行為である以上、原則的には、不法行為の成立につながる違法性は存在すると解されるのではないだろうか」との見解は、裁判例を支持する<sup>(19)</sup>。

また、河本教授は、「確かにここでは同じ当事者間で締結される契約が同時にその当事者に対して不法行為となるという関係である」という、有効契約が不法行為の因となる可能性についての説明をしながら、「このような債権・債務を生ぜしめた業者の行動を全体としてとらえた場合に、それは、社会的に是認される範囲を超えているときには、業者の不法行為責任が認められる」と述べ、裁判例の見解を支持する<sup>(20)</sup>。

しかしながら、この不当勧誘による委託契約について、裁判所がそれを有効な契約であるといおうえで、投資者に不法行為責任の追及を認めるという見解につき、論理的に疑問点が存在しているのではないかと考える。

第一、有効な契約の成立が員となって不法行為による損害賠償請求権が成立するとする理論構成に、前述のように松岡教授が強く疑問を投げかけられることである。すなわち、「契約自体が有効に成立しているとし、かつ外務員の行為の不当性はその契約自体の効力に影響を与えないというのに、同時にその外務員の行為が被告の判断を誤らせる」ことについて、「勿論、外務員の不当勧誘によって顧客が誤らされた結果、契約自体が不成立または無効、取消になるとか、証拠金を詐取されたという場合ならば、その外務員は不法行為になりうる」と、商品取引員の不当勧誘に基づく不法行為責任の追及とい

---

<sup>(19)</sup> 石山卓磨「登録外務員が商品取引経験者になした不当勧誘行為についての使用者責任と過失相殺」『商品取引の判例と紛議処理』（同文館・1975年）202頁参照。

<sup>(20)</sup> 河本・前掲論文（註9）499頁は、「例えば、甲乙間に労務提供契約が締結されている場合に、丙が乙に引き抜きを図るべく、乙との間に二重の契約を結んだ場合、一般的には、自由競争の原理が支配するから、丙の甲に対する不法行為は成立しない。しかし、丙の行為が良俗に違反し、社会的に是認されうる範囲を超えた場合には丙の不法行為が成立する」としている。

う法的救済の可能性を主張する<sup>(21)</sup>。

また、不当勧誘の問題は、法的構造から見れば、二重契約にもとづく第三者の債権侵害とは性質の異なるものである。すなわち、債権の侵害について、債務者による債権侵害は債務不履行であるが、第三者による債権侵害は、自由競争の範囲を逸脱する違法な行為である不法行為として、判例・学説により認められている。しかし、債権侵害による不法行為である二重契約を例として、不当勧誘についての裁判例の見解を支持する、いわゆる「有効な契約が不法行為の因となる」の理由は、おそらく当てはまらないのではないかと思われる<sup>(22)</sup>。

それにもかかわらず、不当勧誘に基づく商品取引委託契約の事例において、受託業者の民事責任を追及する判例の傾向は、その委託を有効とする一方、その不当勧誘行為が不法行為の違法要件に該当することを一般的に認めているようである。石田教授の述べるように、多数の判決が「委託契約の違法性を指摘することは、大衆の保護に資する有力な方法」と思われるが、不法行為の責任が肯定されながら、同時にその原因契約が有効とされることはあり得ないはずである。すなわち、判例に示された見解自体の理論構成には納得しがたいものがあると思われる。

## 第2款 損害賠償請求要件

不当勧誘の問題について、裁判所は不法行為による責任を受託業者に追及する傾向がほぼ定着しているようである。すなわち、不当勧誘における不法行為の成立の基準には、裁判所はその違法性の判断を重視し、勧誘から取引方法までの一連の行為が全体として違法性を有し、不法行為を構成するとしている<sup>(23)</sup>。なお、指摘されるように、この「不法行為構成には実務的に見て、(1)勧誘が違法であることを理由とする不法行為の構成は、顧客側の事情をもみでの過失相殺が可能であり、事案に応じてバランスのとれた

---

<sup>(21)</sup> 松岡・前掲論文（註10）139頁参照。

<sup>(22)</sup> 奥田昌道『債権総論（上）』（筑摩書房・1982年）246頁、四宮和夫『不法行為』（青林書院・1988年）320頁参照。

<sup>(23)</sup> 河内＝尾崎・前掲書（註9）168頁は、不当勧誘の違法性を判断するに当たっては、裁判所は商品取引所法および受託契約準則による禁止行為とともに、取引所指示事項や日本商品取引員協会の自主管理規則違反、ならびに新規委託者保護管理協定違反等も含めて総合的に判断するとしている。

解決を図ることができる、(2)顧客にとっては慰謝料の請求も可能である、(3)弁護士費用の請求も可能である、(4)委託契約の無効による救済では、顧客から業者（法人）に委託証拠金名下等で金銭が授受されているとき、業者のみの履行に期待することになるのにたいし、不法行為構成では、役員、外務員その他の使用人に対する共同不法行為責任を問いうるなどの利点がある」のである<sup>(24)</sup>。

不法行為法による損害賠償請求権の基礎は民法709条に定められている。すなわち、不法行為の一般的成立要件としては、故意または過失による行為、権利の侵害、損害の発生、および因果関係の存在が必要である。不当勧誘による不法行為責任の構成は、その違法行為の相対と最終的な損害の総体との因果関係を検討し、法的問題の事柄を一般化するようにきた。以下では、不法行為による損害賠償請求の法的要件に基づき、不当勧誘の問題を考察する。

#### (1) 損害の発生

不法行為責任の成立については、まず加害行為により、被害者に損失が発生したことが必要となる。損害とは、損害賠償における填補の対象となるべき法的不利益をいう。したがって、不法行為による損害の発生は、不法行為がなかったと仮定した場合の被害者の財産的・精神的利益状態と不法行為により現実にもたらされた財産的・精神的利益状態の差であるという差額説が、一般的であるといわれる<sup>(25)</sup>。

商品取引の不当勧誘事件に関する損害の発生について、以下のように指摘されている。すなわち、顧客は委託契約に基づき、取引の開始に当たって委託証拠金を支出し、さらにその取引が拡大し、建玉の評価損が一定以上に増大になった場合には、証拠金を追加支出させられることになる。これらの金銭的支出は、各取引の委託手数料の支払に当てられるとともに、売買差損の生じた取引に関する商品取引員から顧客への清算支払請求権に相殺されるから、結局、顧客は数か月ないし数年間にわたって、商品先物委託取引のために支出したかなりの金銭が損失するという結果をもたらす場合がある<sup>(26)</sup>。

---

<sup>(24)</sup> 清水・前掲論文（註8）25頁参照。

<sup>(25)</sup> 幾代 通＝徳本伸一『不法行為法』（有斐閣・1993年）276頁、乾 昭三＝吉村良一『新民法講義（2）：不法行為法』（有斐閣・1994年）57頁参照。

<sup>(26)</sup> 清水・前掲論文（註8）47頁参照。

(2) 権利の侵害

民法709条における「権利の侵害」を厳格に解釈するならば、不法行為法による民事上の救済の範囲が狭くなってしまふといわれる。そのため、自由な解釈態度を受けて、不法行為法を大きく展開していく学説の動きとともに、裁判例にも「違法性理論」に従い、不法行為の認定を柔軟に採択し、損害賠償制度を拡大して適用する傾向が明確になっている<sup>(27)</sup>。

すなわち、加藤教授が指摘するように、まず「権利」の概念が固定的になりやすいのに対して、「違法性」の内容はかなり弾力的・流動的であるとし、権利の生成過程をみれば、積極的な権利の主張は、不法行為による損害賠償の容認とする消極的な保護が与えられるから、次第に成長してきたのである。この違法性理論によれば、保護に値する利益を違法に侵害すれば、不法行為の責任が生ずることになる。したがって、投資者などの利益を保護するために、たとえ行政取締の訓示法規に違反しても、他人に損害を与えたり、利益を侵害する場合、当該行為は違法性を有し、不法行為を成立させるということになる<sup>(28)</sup>。

さて、投資勧誘に関する諸規制は、もっぱら特有の立法精神、いわゆる「干渉主義」に基づく行政的取締法規である。この規制は、一般投資者の保護、ならびに健全な営業姿勢を政策的に育成するためことを目的としているが、私法規範とはいえない業法的・内部的規制にすぎない。そのために、勧誘規制に違反することが、直ちに私法上の違法性を持つという意味ではないと指摘される。すなわち、不当勧誘の問題については、単に規制違反が不法行為要件の違法性を意味するではないという<sup>(29)</sup>。

不当勧誘における違法性の判断基準に関し、裁判所は、まず投資勧誘の外交活動に従い、当該行為が私法上の違法性を有するかどうかことを社会上の通念に依存し、判断すべきである、と指摘している。すなわち、東京地裁昭和50年1月28日判決では、商品取引業者の「勧誘行為が、商品取引所法94条1項、2項および東京穀物商品取引所受託契約

<sup>(27)</sup> 四宮・前掲書(註22)400頁、前田達明『民法VI(2):不法行為法』(青林書院・1980年)71頁、森島昭夫『不法行為法講義』(有斐閣・1987年)224頁、幾代=徳本・前掲書(註25)62頁参照。

<sup>(28)</sup> 加藤一郎『不法行為[増補版]』(有斐閣・1974年)35頁参照。

<sup>(29)</sup> 清水・前掲論文(註8)26頁参照。

準則17条1号、2号に違反することはもちろんのこと、その情報提供および勧誘行為は、社会通念上商品取引における外務員の外交活動上一般に許された域をはるかに越えたもので、不法行為成立要件としての違法性を有するものと解するのが相当」であると判断している<sup>(30)</sup>。

しかしながら、函館地裁昭和50年10月24日判決では、商品取引外務員の不当勧誘行為が商品取引所94条および準則17条に違反するものと言えるが、その勧誘行為が社会通念上許容される範囲を超えるものではないとし、「これに違反して委託契約を締結したからといって直ちに不法行為を構成するものではない」と指摘し、不法行為の成立を否定している<sup>(31)</sup>。このような不当勧誘行為がかならずしも不法行為を構成するものではないとの判決に対して、神崎教授は以下のように批判している。すなわち、「そのような解釈態度は、明かに商品取引所法の立法の精神と相容れないものというべきである。商品取引所法が投資者の保護のために禁止する勧誘行為を社会通念上一般に許容されたものと解することは到底できないからである」と指摘しながら、投資勧誘規制に違反し、投資者に損害を与えたときには、不当勧誘が「違法な行為によって損害を生ぜしめたものとして、投資者が蒙った損害を賠償しなければならない」として、不法行為責任を追及すべきと言われる<sup>(32)</sup>。

さらに、大阪地裁平成元年6月29日判決では、投資勧誘に関する諸規制は「実質的違法性の現れとして、民法上の不法行為の違法性判断の有力な基準を提供するものといわなければならない」と指摘している<sup>(33)</sup>。しかし、東京地裁平成5年5月25日判決においては、証券会社によりあらゆる断定的判断の提供は、必ず社会通念上許容された限度を超え、不法行為の違法性を有すると認めることが相当ではないとして、損害賠償の請求を棄却したのである<sup>(34)</sup>。

### (3) 故意または過失による行為

---

<sup>(30)</sup> 東京地裁昭和50年1月28日判決（判例時報755号169頁）参照。

<sup>(31)</sup> 函館地裁昭和50年10月24日判決（判例タイムズ334号224頁）参照。

<sup>(32)</sup> 神崎克郎「証券・商品取引の勧誘をブローカーの責任」『消費者法講座（6）』（日本評論社・1991年）160頁参照。

<sup>(33)</sup> 大阪地裁平成元年6月29日判決（判例タイムズ701号198頁）参照。

<sup>(34)</sup> 東京地裁平成5年5月25日判決（判例タイムズ851号265頁）参照。

不当勧誘の問題については、指摘されるように「客殺し」を目的として、欺罔性の強い勧誘がなされた場合には故意の存在が自明であること<sup>(35)</sup>を除き、商品取引員側による不当勧誘の主観的要件として、故意というよりむしろ過失の方を重点に不法行為責任の構成が論じられるようである<sup>(36)</sup>。

過失とは、加害者が結果発生を認識しながらあえてある行為をするという結果容認の心理状態でなく、むしろ不注意を持って、ある行為の結果発生を招致したこと、とりわけ注意義務の違反を過失とする考え方である。すなわち、違法な結果の発生を予見して防止すべき注意義務を怠ることである。このような考え方は、かかる懈怠を過失として法的非難に値するものと認めることである<sup>(37)</sup>。

不当勧誘における行政的取締法規の違反については、理論上当然に過失を構成するとは限らないと思われるが、実際に取締規制の違反があり、この違反と損害発生との間に事実的因果関係がある以上、一応、不法行為法上の注意義務違反という過失が推定されるようである<sup>(38)</sup>。そして、裁判所は、不当勧誘行為が次のような義務に違反する場合、不法行為の違法性に該当するものとする。

第一に、適合性原則の違反である。

京都地裁昭和60年6月20日判決においては、まず商品取引員は「先物取引売買の委託を受けるに当たっては、委託者の経歴、能力、先物取引の知識経験の有無、委託に係る売買の対象、数額、価格変動の特性等、並びに委託に至った事情等を考慮して、委託者に右危険の有無、程度につき判断を誤らせいなく配慮すべきもの」としている。この特別な配慮を欠き、委託者が当該取引に重要な判断を行なうことが著しく困難となる

---

<sup>(35)</sup> 最高裁平成4年2月18日（先物取引裁判例集 XII 125頁）判決は、「客殺し商法」により、先物取引において顧客にことさら損失を与えるとともに、向かい玉を建てることにより顧客の損失に見合う利益を同和商品に帰属させる意図であるのに、自分たちの勧めるとおりに取引すれば必ず儲かるなどと強調し、同和商品が顧客の利益のために受託業務を行なう商品取引員であるかのように装って、取引の委託を勧誘し、その旨信用した被害者らから委託証拠金の名義で現金等の交付を受けた行為につき、詐欺罪を構成するとしている。

<sup>(36)</sup> 清水・前掲論文（註8）49頁参照。

<sup>(37)</sup> 幾代＝徳本・前掲書（註25）38頁参照。

<sup>(38)</sup> 加藤・前掲書（註28）72頁、幾代＝徳本・前掲書（註25）43頁参照。

なお、乾＝吉村・前掲書（註25）45頁は、専門性・危険性を有する専門的取引業務を行なうに際して、行政的取締規定を遵守すべきという特別な配慮に従い、高度の注意義務を要求することがあるとしている。

場合には、かかる投資勧誘行為は不法行為要件としての違法性を有していると指摘される<sup>(39)</sup>。

なお、東京地裁平成2年9月17日判決では、投資勧誘についての合理性根拠を有しなければならないことを、証券会社に要求している。すなわち、同判決は、証券会社の専門的地位により、証券取引の投資信頼を確保するために、「証券会社が顧客に対し証券取引の勧誘をするに当たっては合理的な根拠を有しない事実あるいは意見を述べてはならず、仮にこれに反して右のような合理的根拠のない事実または意見を述べて顧客に投資の意思決定をさせ、損失を被らせた場合には、右の損失を賠償しなければならないというべきである」と指摘している<sup>(40)</sup>。

第二には、不当勧誘行為は自己責任原則の違反と言われる。

まず、投資者の自己責任原則は横浜地裁昭和62年12月18日判決により、投資勧誘に関する注意義務の一つとして受託業者に求めるようになる。つまり、投資勧誘の規制は、商品取引の適正、公正の確保のための委託者保護を育成する目的に基づき、受託者が委託者に対する関係において、注意義務の一内容を構成するとする同判決は、「商品取引員は右各規定の趣旨、内容に則って顧客が先物取引について正しい認識と理解を持ち自主的かつ自由な判断でもって取引を委託して不測の損害を蒙らないように配慮すべき注意義務を負うものというものである」と指摘しながら、勧誘規制の違反が著しく、顧客の自主的かつ自由な判断を阻害するような不当勧誘行為は、社会的に許容される限度を超える場合、不法行為を構成するとしている<sup>(41)</sup>。なお、名古屋地裁平成2年1月16日判決は、同様な主旨に従い、商品取引員が注意義務の違反のため、不法行為責任を負わなければならないと述べている<sup>(42)</sup>。

さらに、大阪地裁では、証券取引における投資勧誘の情報、助言の提供について、証

---

<sup>(39)</sup> 京都地裁昭和60年6月20日判決（判例タイムズ566号183頁）参照。

なお、大阪地裁平成元年6月15日判決（判例時報1337号80頁）、神戸地裁平成2年2月22日判決（判例タイムズ733号140頁）では、商品取引員は、顧客の年齢、経歴、能力、知識経験、財産、ないし取引の対象、数量などを考慮すべきとされている。

<sup>(40)</sup> 東京地裁平成2年9月17日判決（判例時報1387号105頁）参照。

<sup>(41)</sup> 横浜地裁昭和62年12月18日判決（判例時報1284号124頁）参照。

<sup>(42)</sup> 名古屋地裁平成2年1月16日判決（判例タイムズ733号164頁）参照。

券会社が顧客の自己責任原則に基づき、違法な勧誘行為をしてはならないのみならず、顧客の個人状況に照らし、証券取引への正確な認識を形成させ、自ら投資決定を行なうような投資情報を顧客に提供することを内容とする積極的注意義務を有すべきあるとしている。すなわち、投資勧誘規制の違反について、当該勧誘行為が私法秩序全体からすれば、違法性を帯びていると評価されるべきものであるという<sup>(43)</sup>。

第三には、不当勧誘は、市場仲介者の公的義務に違反する行為である。

すなわち、東京地裁平成6年2月4日判決では、「証券会社は、単に証券取引の営業により利益を追及するのみではなく、公正な証券取引の担い手として、株式その他の有価証券の流通が適正かつ円滑に行なわれるよう努める公的義務を負っているもの」であると指摘している。確実に有価証券の価額が騰貴するかのような断定的判断として、顧客に投資情報を提供し投資勧誘をする行為は、証券会社の公的立場を損ない、義務違反であるといわれる<sup>(44)</sup>。

以上の裁判例が示しているように、投資勧誘に関する規制の違反は、直ちに私法上の違法を意味するものではないが、少なくともその不当勧誘行為が社会的相当性の逸脱という判断基準を満たすことが必要となるようである。

なお、証券・商品受託業務に基づき、証券会社および商品取引員が「顧客の予期しないかつ当該顧客にとって過大な危険を含む取引をさせた」という過失、とりわけ注意義務の違反は、違法行為であり、不法行為の違法性を構成するのである。これは、裁判例の理論である<sup>(45)</sup>。

#### (4) 因果関係

不法行為責任を成立するためには、加害者の加害行為と被害者の損害との間に、いわゆる因果関係の存在が必要となる（民法709条）。この因果関係については、以下のよう説明される。すなわち、因果関係の成立は、当該加害行為があったからこそ、当該損害が発生したという原因・結果の関係が客観的に存在しなければならないこと、いわ

---

<sup>(43)</sup> 大阪地裁平成6年2月10日判決（判例タイムズ841号281頁）参照。

<sup>(44)</sup> 東京地裁平成6年2月4日判決（判例タイムズ841号274頁）参照。

<sup>(45)</sup> 清水・前掲論文（註8）28頁参照。

ゆる事実的因果関係と、当該加害行為が当該損害の結果を賠償するに値する法的価値判断、いわゆる相当因果関係を意味するのである。このように不法行為は、事実的因果関係の存在を前提として、法的価値判断を加え当該損害の範囲を限定し、加害者に対し不法行為責任を求める損害賠償制度である<sup>(46)</sup>。

しかしながら、不当勧誘に関する不法行為責任の裁判例では、この因果関係について特に述べているところがないが、裁判所は「一連の一個の不法行為と最終的な一個の損害との間に相当因果関係を認める」と述べている<sup>(47)</sup>。

### 第3款 不法行為構成理論の問題点

証券・商品市場における投資勧誘の規制は、事前的予防と事後的制裁にかかわる諸規定が証券会社および商品取引員に適正な営業姿勢を遵守させて、投資者保護の法目的を達成することができると思われる。ところが、規制違反の不当勧誘については、証券会社または商品取引員に行政処分または罰則の制裁が与えられても、実際上の効果が上がらないのが事実であり、被害を受けた被害者にとって、損害の回復こそが望まれると考えられる<sup>(48)</sup>。

さて、不当勧誘の問題については、その不当勧誘行為自体が、公序良俗の違反または詐欺あるいは顧客を錯誤に陥らせることに該当しないかぎり、その委託契約は有効であることが裁判例および通説により支持されている<sup>(49)</sup>。そして、不当勧誘行為が法規制、とりわけ禁止規制に違反する場合には、それが不法行為の発生する根拠として、顧客に私法上の民事救済を与えるように努力すべきであると強く主張される<sup>(50)</sup>。このように、証券・商品取引被害の救済を図るため、不法行為責任を是認し、法的対応を柔軟に判示

---

<sup>(46)</sup> 幾代＝徳本・前掲書（註25）116頁、乾＝吉村・前掲書（註25）59頁参照。

<sup>(47)</sup> 名古屋消費者問題研究会・前掲書（註7）226頁参照。

<sup>(48)</sup> 山下・前掲論文（註11）339頁参照。

<sup>(49)</sup> 奥山恒朗「商品仲買人の外務員に対する売買取引の包括的委託の効力」『証券・商品取引判例百選』（有斐閣・1968年）22頁、鴻 常夫「信用取引の委託保証金未徴収と委託契約の効力」『新証券・商品取引判例百選』（有斐閣・1988年）68頁、堀口 亘「商品取引所の受託契約準則違反と売買取引委託の効力」同百選58頁、河本・前掲論文（註9）491頁参照。

<sup>(50)</sup> 河本・前掲論文（註9）498頁、神崎・前掲論文（註32）158頁参照。

している裁判所の見解は、多く学説の支持を得られるようである。一方、裁判例の理論構成には、問題点が存在しているように思われる。

すなわち、裁判例における不法行為責任の構成は、その委託契約が有効であることを前提にして、不当勧誘行為の違法性を判断したうえで、不法行為を是認する判決の理論構成をとっているのである。しかし、この点については、「違法勧誘による取引でも、利益が生ずる場合もあることを考えると、損失は結果論にすぎないから、損害との間の相当因果関係の存在に疑問がある」との問題点が提出されているのである<sup>(51)</sup>。

不法行為による損害賠償責任は、証券会社または商品取引員の不当勧誘行為が、私法上の違法性を有し、社会的に非難すべきである場合に、当該行為と顧客が被った損害との間に「因果関係」が存在するならば、さらに法的価値判断を加えて、成立しうると思われる。つまり、不当勧誘によって顧客の損害が生じたという関係において、証券会社および商品取引員に損害賠償責任を負わせることが社会的に正当化されるかどうかに関わっていると思われる<sup>(52)</sup>。

名古屋地裁平成4年10月21日判決では、まず不当勧誘が詐欺的商法となることを明確にしたうえで、当該勧誘行為は詐欺ではないと指摘しながら、商品取引により生じた損得については、顧客の責任であるとする。すなわち、同判決は、顧客が次第に取引の経験を積み、自主的な投資判断で先物取引を行なう場合には、当該損失と勧誘行為の間に因果関係がないことを認めている<sup>(53)</sup>。

また、大阪地裁平成5年4月12日判決においては、証券会社が断定的判断の情報を提供した勧誘行為に、以下のように判示を下している。すなわち、「証券会社は、世間一般に対し、抽象的一般的に注意義務を負うのではなく、相場操縦を目的として故意に虚偽情報を流すなどの特段の事情のある場合は別論として、原則として、右の受託契約の成立を前提として、右の契約の締結過程ないし履行過程において、証券会社が受託者とし

---

<sup>(51)</sup> 清水・前掲論文（註8）48頁参照。

<sup>(52)</sup> 幾代＝徳本・前掲書（註25）116頁は、不法行為の成立を認めて、損害賠償責任を課するのが法的評価、いわゆる「保護範囲（＝相当因果関係）」の概念に従うべきであると述べている。その保護範囲概念は、不法行為の責任が成立するか否かの判断基準、その責任範囲の決定ないし損害賠償対象の評価・算定としている法的評価である。

<sup>(53)</sup> 名古屋地裁平成4年10月21日判決（判例時報1471号139頁）参照。

て遵守すべき注意義務に反した場合に、初めて、その顧客に対する契約上または不法行為が法上の違法行為があったものとして、賠償責任を負うこととなるというべきである」としている。ただし、顧客が投機意思を持ち、自らの投資判断により証券取引を行なった以上、当該勧誘行為に問題があることは否定できないものの、それが直ちに不法行為となるものではないとしている<sup>(54)</sup>。また、東京地裁平成5年12月20日判決では、顧客は過去の証券投資を通じて、当該信用取引における危険性についての正当な認識を形成しているために、投資決定が自己の判断に基づくものであるとして、不法行為責任による損害賠償請求の請求を棄却したのである<sup>(55)</sup>。

しかしながら、東京地裁平成6年2月15日判決では、証券会社により断定的判断を提供する投資勧誘の結果、顧客がこの勧誘行為に応じて、当該証券の売買委託によって損害を被った場合に、たとえ顧客が意思決定の自由を完全には喪失していなかったとしても、証券会社が不法行為責任を免れられるべきものではないとしているが、やや不気味な判決と感じている<sup>(56)</sup>。

不当勧誘の民事責任、とりわけ不法行為法に基づいて、証券会社または商品取引員に損害賠償責任を問うためには、顧客の投資損害と当該勧誘行為の間に因果関係の存在が必要な要件となっている。ところで、証券・商品市場には、市場経済の原理に基づき、相場価格を形成する機能があるため、市場価格の動きが、顧客の投資損得の結果を決定するのである。すなわち、取引市場において人為的に不公正な取引が行なわれていないかぎり、それが公正な市場取引であり、投資者の取引損得は当然の結果ではないかと思う。

さらに、証券会社および証券取引の勧誘行為は、投資者の自由意思を妨げないことを前提とする契約の誘引というものであるため、投資者が委託契約を締結することは、契約の自由原則に基づいている。もしも、証券会社または商品取引員の勧誘行為が詐欺であったり、または当該勧誘により顧客が要素の錯誤に陥られたり、自由な意思に基づか

---

<sup>(54)</sup> 大阪地裁平成5年4月12日判決（判例時報1508号147頁）参照。

<sup>(55)</sup> 東京地裁平成5年12月20日判決（金融商事判例944号47頁）参照。

<sup>(56)</sup> 東京地裁平成6年2月15日判決（判例時報1525号95頁）参照。

ない契約を締結されられた場合、あるいは当該勧誘行為が公序良俗の違反に該当する場合、顧客には、証券会社または商品取引員に不法行為責任を追及することができると思われる<sup>(57)</sup>。

### 第3節 契約責任の展開の試論

投資勧誘は、契約締結のための誘引行為である。指摘されるように、投資活動の決定は、証券・商品取引の分野に関して専門的知識・経験・能力を有する証券会社および商品取引員の勧誘に従い、顧客は投資判断を行ない委託契約を締結し、証券・商品取引を行なうことが、とりわけ一般投資者の場合には、極めて多いようである<sup>(58)</sup>。

ただし、証券・商品取引において、証券会社および商品取引員が顧客に勧誘し、委託契約を締結するに至る投資勧誘の実際を見れば、契約当事者間の地位の格差が存在していることを考えると、この投資勧誘の問題が単に受託業務の健全性を確保するためのみならず、積極的に投資者保護を課題の一つにしなければならない<sup>(59)</sup>。すなわち、証券・商品取引のような金融商品の開発とともに、投資活動が多様化にしている一方、投資者は顧客として、証券会社または商品取引員により当該取引に関する投資情報の提供に基づき、自ら投資判断を行ない、投資決定を行なうに至る投資勧誘の実際構造を重視しなければならない。

そこで、投資勧誘の問題については、契約法上の法的構成を中心にした検討を不当勧誘の責任をとして、考察したいと考える。

#### 第1款 契約交渉段階における付随義務の考察

---

<sup>(57)</sup> だが、裁判例の多数では、不当勧誘が不法行為を構成するものとして、顧客の請求を認容しながら、それと同時に、投資者の自己責任原則に従い、顧客に過失がある場合には、証券会社および商品取引員の損害賠償責任は過失相殺によって減せられるとしている。

大阪地裁平成5年10月13日判決（判例時報1510号130頁）、東京地裁平成6年2月4日判決（判例時報1518号36頁、判例タイムズ841号271頁）、大阪地裁平成6年2月10日判決（判例タイムズ841号271頁）、東京地裁平成6年4月18日判決（判例時報1522号114頁）参照。

<sup>(58)</sup> 神崎・前掲論文（註32）157頁参照。

<sup>(59)</sup> 竹内昭夫＝道田信一郎＝前田 庸＝龍田 節＝手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）529頁参照（龍田）。

契約については、「給付義務の存在を前提として、この給付義務を債務の本旨にかなって実現すべく配慮すること、および給付結果ないし給付利益の保護へと向けられた注意義務であって、給付義務に付随するところから付随義務ともいわれる」ものがあると指摘される<sup>(60)</sup>。

そして、契約上の付随義務には、債権者・債務者が債権・債務関係の実現を保護するため、相互に相手方の生命・身体・所有権その他財産的利益を侵害しないように配慮すべきという注意義務、すなわち保護義務が存在すると思われる<sup>(61)</sup>。また、契約関係において債務者は、本来的履行義務のほかに、履行義務を債務の本旨に従い、実現するように配慮・保護する「付随的注意義務」をも負っているといわれる<sup>(62)</sup>。この保護義務における注意義務の存在は、「当事者が契約ないし債権債務の関係と媒介して、債権者・債務者という特別な結合関係に入ったことのゆえに、相互にこれらの法益に干渉し関与する可能性が濃厚となったこと、および、各当事者が相互に、相手方の法益を侵害しないことへの信頼を付与していることに求められている」と、奥田教授は指摘する<sup>(63)</sup>。

付随義務に関する理論的な発展は、北川教授が述べるように、まず給付義務を中心として、契約当事者間に同心円上に拡がる付随義務、そして注意義務の体系が契約前中後に存在しているという「契約責任の段階的構造」が指摘される。すなわち、契約上の保護義務は、債権・債務が成立する前に両当事者が契約締結を目的とする契約成立前の交渉段階、契約の成立からの債務履行段階、および契約関係終了後の段階において認められるものとしている<sup>(64)</sup>。

ところで、証券・商品取引とは、投資者が当該市場の投資情報に依存し、投資決定を行なう投資活動である。つまり、一般投資者は、証券会社および商品取引員が専門家で

<sup>(60)</sup> 奥田・前掲書（註22）17頁参照。

<sup>(61)</sup> 林 良平＝石田喜久夫＝高木多喜男『債権総論〔改訂版〕』（青林書院・1982年）99頁参照。

<sup>(62)</sup> 前田達明『口述債権総論』（成文堂・1990年）121頁参照。

<sup>(63)</sup> 奥田・前掲書（註22）18頁参照。

<sup>(64)</sup> 北川善一郎『契約責任の研究』（有斐閣・1963年）361頁参照。

なお、契約上の付随義務について、宮本健蔵「契約締結上の過失責任法理と付随義務」『法と政治の現代的課題』（第一法規出版社・1987年）65頁、今西康人「契約準備段階における責任」『不動産法の課題と展望』（日本評論社・1990年）190頁、潮見佳男『契約規範の構造と展開』（有斐閣・1991年）52頁参照。

あるために、当該取引に関する高度の専門的知識、経験、能力、および合理かつ十分な投資情報を有しているという信頼に基づいて、証券会社および品取引員の投資勧誘に応じて、自己の投資決定により委託契約を締結するものである<sup>(65)</sup>。

しかしながら、不当勧誘の問題は、しばしば証券会社または商品取引員の勧誘行為における情報表示の妥当性、すなわち顧客に適合せず、自己責任原則を歪めるような投資勧誘に関連すると思われるが、経済企画庁国民生活センターは、金融商品表示の現状についての調査報告を行ない、投資勧誘の問題点を以下のように指摘している。すなわち、投資勧誘が「金融商品購入時に役だった情報源」として、顧客に当該取引の内容を十分理解してから投資契約をするように、投資情報の提供は顧客に必要、適切ならびに十分であることが、きわめて重要なポイントと言われる<sup>(66)</sup>。

証券会社および商品取引員が投資情報ないし投資助言を提供し、顧客に勧誘する行為の法的性質は取引契約の誘引である。すなわち、契約の申込をさせようとする意思表示による勧誘行為は、契約締結の準備行為というものである。しかも、この投資勧誘は、証券・商品取引の動機形成ないし投資決定、いわゆる顧客の心理状況に重要な影響を及ぼすものであると指摘される。そのために、契約交渉の段階においては、開示義務または説明義務が契約上の付随義務として、証券会社および商品取引員に負わせなければならないと主張されている<sup>(67)</sup>。したがって、不当勧誘の問題は、委託契約を締結するに際して、契約法上の付随義務に違反する、いわゆる「説明義務違反」の側面から、証券会社および商品取引員の契約上の民事責任を検討しなければならないと考える。

## 第2款 説明義務の違反

現代の金融商品への投資は、多様かつ複雑な取引となるため、銀行をはじめとする金

---

<sup>(65)</sup> 山下・前掲論文（註11）319頁、神崎・前掲論文（註32）157頁参照。

<sup>(66)</sup> 経済企画庁国民生活センター調査報告「金融商品表示の現状と課題」国民生活研究32巻3号（1992年12月）59頁参照。

<sup>(67)</sup> 北川善太郎『現代契約法Ⅰ』（商事法務研究会・1973年）125頁は、消費者契約において業者の取引勧誘は、「消費者に対しその動機形成や意思形成に重要な事柄を業者は開示・説明する信義則上の付随義務がある」としている。

なお、乾 昭三＝長尾治助『新民法講義（1）：契約法』（有斐閣・1988年）207頁参照。

融機関としての証券会社、保険会社が、顧客に対する関係では専門家と非専門家という取引関係に立ち、専門的知識・経験に基づくさまざまなサービスを提供し、顧客はそれに基づき投資契約を締結することが一般的であると思われる<sup>(68)</sup>。とりわけ証券取引については、神崎教授が以下のように指摘している。すなわち、証券市場における投資対象の証券の評価はかならずしも簡単なものでなく、証券取引の専門家である証券会社による投資情報の収集・分析・評価を通じて、投資者が投資判断を行なう。そのため、投資勧誘制度における法的規制は、証券会社の勧誘行為に対し、証券に関する事実の開示を顧客に提供するように、証券会社に要請することが必要となる<sup>(69)</sup>。

このように、証券会社または商品取引員の投資勧誘行為が投資者に対して、その投資判断・決定に大きな影響を与えるため、投資活動に関する損害防止の発生を証券会社および商品取引員に義務として課し、とりわけ専門家としての注意義務を尽くすよう要請することが必要であると指摘される<sup>(70)</sup>。平成4年証券取引法の改正においては、証券国際監督者国際機構（IOSCO）の原則を採用し、証券会社は顧客に対して誠実かつ公正に、証券業務を遂行しなければならない義務が明文化されるに至った<sup>(71)</sup>。

この説明義務の問題について、まず先物予約なきインパクト・ローン借入による為替差損についての銀行の責任に関する事件では、大阪地裁昭和62年1月29日判決は、当該銀行の説明不十分を理由として、その損害賠償責任を認めている。すなわち、インパクト・ローンという取引に伴うリスクの負担は、顧客自身が負うべきものであるが、「インパクト・ローンの利用を勧誘する銀行は、その仕組、市場金利、相場性、為替相場の変動による危険性、その対処策として先物予約を併用する方法のあること等を十分に説明してその理解を得るべき信義則上の義務を負担するというべきである」述べられている

---

<sup>(68)</sup> 半田吉信「説明義務違反と銀行の責任」ジュリスト898号108頁参照。

<sup>(69)</sup> 神崎・前掲書（註4）165頁は、投資者が正確な証券情報に基づいて投資決定をすることができるためには、証券に関する事実の開示が投資勧誘規制には無視できない問題であると指摘している。

<sup>(70)</sup> 神崎・前掲書（註4）178頁、河本一郎＝大武泰男＝神崎克郎『証券取引ハンドブック〔最新版〕』（ダイヤモンド社・1990年）164頁参照（神崎）。

<sup>(71)</sup> 森本 滋「不公正取引の規制」商事法務1294号16頁、証券取引研究会「平成4年証券取引法の改正について(4)：証券業務の規制(1)」イベストメント1993年10月号43頁（山田報告）、森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）247頁参照。

る。そこで、銀行側の勧誘行為における説明の不十分を理由に、同地裁は、これを債務不履行として責任が認められると判断した<sup>(72)</sup>。

すなわち、同事件においては、インパクト・ローンが海外市場による外貨の資金調達という低コストの金融商品の利用を顧客に勧誘する銀行は、当該取引に関連する説明を十分せずに、為替市場変動の対応策としての先物予約を併用しない融資を受けた顧客に対して、損害防止義務に違反したことが争点となっている。しかし、専門家として銀行の説明義務を肯定するこの判決に対し、金融取引の側面から銀行の説明義務は、法的概念がかなり曖昧であり、信義則上の義務にとどまると指摘し、かつそれによれば、銀行の契約責任が過重であると批判されている<sup>(73)</sup>。一方、大阪地裁の判決について、学説の多数は、契約交渉段階における銀行の説明義務が当事者の信頼関係に基づき、信義則上存在していることを支持し、説明義務が契約成立前の付随義務として認められるべきものであるとしている<sup>(74)</sup>。

このように、金融商品に関する契約を締結するに際して、銀行は顧客に対し、当該契約の内容についての説明が不十分であったり不適切であった場合を理由に、法的救済としては、まず銀行における詐欺行為、または顧客に錯誤を陥らせる行為という瑕疵ある意思表示理論に基づき、契約を無効とする救済方法のほか、銀行に契約内容についての一定の説明義務を課し、その義務違反に基づく銀行の民事責任を追及することがあると考えられる<sup>(75)</sup>。したがって、金融商品における投資勧誘の問題において、金融商品の

---

<sup>(72)</sup> 大阪地裁昭和62年1月29日判決（判例時報1238号109頁）参照。

<sup>(73)</sup> 「インパクト・ローン為替差損判決に対する若干の考察」金融法務事情1146号2頁参照。

さらに、今西康人「金融商品の紹介と銀行の説明義務」私法判例リマークス9巻36頁は、金融実務家を中心しての批判は、大阪地裁昭和62年1月29日判決の事実認定および法的判断にも強く疑問していると指摘する。

<sup>(74)</sup> 長尾治助「インパクト・ローンの融資銀行が先物予約等につき説明義務を負うとした事例」判例時報1250号180頁、松本恒雄「金融商品の開発と銀行の説明義務」手形研究443号4頁、半田・前掲論文（註68）106頁、大西武士「金融取引における銀行の説明義務」判例タイムズ808号43頁、関西金融判例・実務研究会「融資契約における金融機関の説明義務」金融法務事情1362号18頁参照。

なお、今西・前掲論文（註73）37頁は、専門家として金融機関の社会的信頼を考えるなら、投資勧誘における説明義務、とくに投機性を有する金融商品に関する説明義務の問題は、契約準備段階における信義則に基づいて、原則として成立すると述べている。

<sup>(75)</sup> 山田誠一「顧客に対する金融商品の提案と銀行の説明義務」金融判例研究4号25頁参照。

説明義務は、今後投資者保護の課題として重要性を有していると思われる<sup>(76)</sup>。そこで、証券・商品取引における証券会社および商品取引員の説明義務をめぐって、契約法上の責任を検討することが有意義である。

### 第1項 投資勧誘における説明義務の範囲

証券・商品取引に関して、法は、証券会社および商品取引員が顧客の認識・判断を誤らせないように配慮するため、いわゆる違法勧誘の禁止規制を設けている。この禁止規制では、投資勧誘の消極的な義務にすぎないが、証券・商品取引の事情を踏まえて、証券会社および商品取引員の専門家としての立場から、説明義務のような積極的な義務を課すことが最も妥当であると指摘されている<sup>(77)</sup>。

そこで、顧客に投資勧誘を行ない、委託契約を締結するに際し、証券会社または商品取引員がこの説明義務に違反した場合の契約上の責任を追及するためには、まず説明義務の内容は何か、そしてどの程度の履行が義務違反に該当するかを明かにすることが必要である。すなわち、投資勧誘における説明義務の範囲を究明することが第一段階の課題と思われる。

上述した「金融商品表示の現状と課題」の調査報告によると、金融商品の意思決定情報、いわゆる投資勧誘を行なうに際しては、商品購入時の顧客に、(1) 必要な情報が提供されているか、(2) 必要表示事項が十分に伝わっているか、(3) 当該情報は、顧客が必要な時点で検討できるか、(4) 契約内容を理解してから契約することができる表示か、ということが重要である<sup>(78)</sup>。

すなわち、金融商品、とりわけ証券・商品取引が複雑化・専門化する一方、投資サービスを提供する証券会社または商品取引員は、専門的知識、経験、能力および投資情報を有していると考えられるため、契約交渉の段階では、証券会社または商品取引員が投

---

<sup>(76)</sup> 齊藤 治「金融機関の法的責任論の新展開」金融研究12巻2号56頁参照。

<sup>(77)</sup> 清水・前掲論文(註8)35頁参照。また、長尾治助『消費者私法の原理』(有斐閣・1992年)201頁は、契約当事者間に契約の目的に関する知識に差がある場合には、説明義務が課されるべきとしている。

しかし、川村和夫「ワラント取引と説明義務」判例タイムズ883号55頁は、投資勧誘における証券会社の説明義務について、根本的な疑問を呈示している。

<sup>(78)</sup> 経済企画庁国民生活センター・前掲報告(註66)59頁参照。

資者に対し圧倒的に優勢な地位を占めている。したがって、証券・商品取引に関する投資勧誘、とくにその投資助言または意見が経済的価値を有し、信頼できる情報源となければならない。

まず、東京地裁昭和62年2月20日判決において、商品取引員は「未経験の一般人に勧誘するに当たっては、契約締結上の準備段階としての交渉に入った者の信義則として、勧誘を受ける者に対し、商品先物取引の仕組みと、それが投機であって危険を伴うものであることを十分に理解させるための説明をすべき義務を負うものということ」と述べられている<sup>(79)</sup>。

そして、バブル経済の崩壊と同時に、ワラント訴訟が増したが、このワラント訴訟に関する不当勧誘の事例では、説明義務違反が争点の中心として、証券会社に民事上の責任が追及されている。名古屋簡裁平成5年6月30日判決においては、顧客の信頼が十分保護に値するものとして、証券会社は証券、特にリクスの高いワラント債を勧誘するときには、顧客が当該商品の理解をしてもらおうため、十分な説明を行なうことが必要であるとしている<sup>(80)</sup>。また、大阪地裁平成6年3月30日判決では、投資者の自己責任原則に基づき、顧客の投資決定が正確に行なわれるように、証券会社に説明義務を課すべきであると述べている<sup>(81)</sup>。

すなわち、裁判例によれば、投資者が証券会社および商品取引員を信頼し、委託契約を締結することは、投資判断意思の自由を確保するための自己責任原則を前提にして、証券会社および商品取引員に説明義務を負わせることが法的に公平であると考え方が、存在している。もしも、証券会社または商品取引員が誤った投資情報を提供し、顧客がそれを信頼して投資行動をするとき、結果として、顧客が投資上の損失を被った場合には、法的責任を追及することが投資者保護の目的に資すると思われる<sup>(82)</sup>。

この説明義務の具体的な内容としては、当該取引に関する重要事項の説明と顧客の理

---

<sup>(79)</sup> 東京地裁昭和62年2月20日判決（金融商事判例788号26頁）参照。

<sup>(80)</sup> 名古屋簡裁平成5年6月30日判決（判例タイムズ848号268頁）参照。

<sup>(81)</sup> 大阪地裁平成6年3月30日判決（判例タイムズ855号229頁）参照。

<sup>(82)</sup> 松本恒雄「消費者取引における不当表示と情報提供者責任（上）」NBL 229号6頁、岡孝「情報提供者の責任」『現代契約法大系（7）』（有斐閣・1984年）306頁参照。

解の確認ということが必要である。すなわち、証券会社または商品取引員は顧客に投資勧誘を行ない、受託契約を締結する場合、指摘されるように、投資商品の取引概要および当該取引に伴う危険性についての説明をしなければならないとする。とりわけ、ワラント、信用取引、および商品先物のような取引が、いわゆるハイリスク・ハイリターン  
の性格を有するために、証券会社または商品取引員は、顧客に対し、当該取引の基本構造および当該商品の投機性・危険性に関して説明する法的義務を負担すべきであると強く主張される<sup>(83)</sup>。

なお、証券取引法および商品取引所法では、証券会社または商品取引員が投資勧誘を行なうに際し、説明書の交付義務を設けて、顧客に当該取引の概要と危険性を知らせることを要求している<sup>(84)</sup>。さらに、日本証券業協会では、証券会社に対し、顧客に確認書の提出を求め顧客の理解を確認するという義務を設けて、証券会社の説明義務を強化している<sup>(85)</sup>。東京地裁平成6年6月30日判決においては、証券会社が顧客に対し、ワラント取引に関して説明すると同時に、「説明書」を提示し、そして当該取引に関する顧客の理解が得られるための「確認書」を求めたことに基づき、証券会社の説明義務違反を認めないとしていた。すなわち、東京地裁は、当該取引において顧客がリスクを理解したうえで、承知して行なったものであったと判示している<sup>(86)</sup>。

このように、投資勧誘における説明義務の範囲については、投資者の自己責任原則に

<sup>(83)</sup> 今西康人「契約の不当勧誘の私法的効果について」『民事責任の現代的課題』（世界思想社・1989年）238頁は、先物取引の基本構造に関する説明の対象となるのは、差金決済制、追証拠金制、ならびに短期間決済制であるが、その投機性・危険性に関する説明は、相場の変動により短期間に出資金の大半を失う具体的危険性、余剰資金を委託証拠金の財源とすること、および商品相場の予測可能性をその内容とする。さらに統計上、一回の取引につき利得の確率が三割程度であるため、数回の取引では利得を継続する確率がそれ以下になることも、重要な説明事項としている。

<sup>(84)</sup> 証券・商品先物取引において受託契約を締結するとき、証券会社および商品取引員が顧客に対し、かかる説明書を交付しなければならないとする（証取法47条の2、商取法94条の2）。

なお、日本証券業協会は、証券会社がワラント取引、信用取引に関して投資勧誘を行なうときには、説明書の交付をも義務づけられるとしている（協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則6条2項、3項）。

<sup>(85)</sup> 昭和50年日本証券業協会公正慣習規則9号「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規制」6条3項参照。

なお、神崎克郎「商品先物取引と委託者保護」『金融法の課題と展望』（日本評論社・1990年）371頁は、商品取引員は、商品先物取引の開始に当り、委託者からその仕組みと危険性を理解したうえで、自らの判断と責任において商品取引を行なう旨を記載した確認書の提出を求めることが適切としている。

<sup>(86)</sup> 東京地裁平成6年6月30日判決（判例時報1532号81頁）参照。

基づき、証券会社および商品取引員が当該取引の重要事項を説明することと顧客の理解を確認することが基本的要求である。このことは、投資情報への信頼に依拠する投資者の保護という法の目的に合致していると思われる。

## 第2項 契約責任の法的構成

投資勧誘事件においては、証券会社または商品取引員は断定的判断などの投資情報を提供し、顧客に当該取引を十分に説明せずに勧誘することが説明義務違反として、証券会社および商品取引員に民事上の責任を負わせる。そこで、この不当勧誘が説明義務の違反として契約責任の法的根拠になることについては、第二段階の課題として検討したいと考えている。

### (1) 付随義務の違反

契約関係の成立においては、給付義務の履行がその債権・債務を実現するために、法的保護の前提として存在しているものである。この同時に、北川教授が以下のように指摘している。すなわち、契約関係の法的保護は、法定債権・債務の履行のみならず、契約の本旨を実現するために、信義則を介して各種の付随的義務が契約当事者に要求されている。かかる各種の付随的義務は、給付義務を中心として、契約責任の内面的充実、そして外面的伸張という円滑な義務遂行としての機能を有するものであるといわれる<sup>(87)</sup>。

そして、投資勧誘における説明義務の要求は、もはや証券会社および商品取引員に対する顧客との信頼関係を基礎として、付随義務が契約上に存在するものであることが裁判所の見解である<sup>(88)</sup>。

また、指摘されるように、証券会社および商品取引員の立場とすれば、顧客との間に地位上の格差が大きく、投資情報が顧客の投資判断に影響を及ぼすという証券・商品取

---

<sup>(87)</sup> 北川・前掲書（註64）300頁、350頁は、契約責任の構造については、債権関係を外枠として、給付義務をめぐる種々の義務群（付随義務・注意義務）が配置している。これは、契約責任の充実および債務不履行の伸張のための法機能を有するという制度であるとしている。

<sup>(88)</sup> 東京地裁昭和62年2月20日判決（金融商事判例788号26頁）、名古屋簡裁平成5年6月30日判決（判例タイムズ848号266頁）、大阪地裁平成6年3月30日判決（判例タイムズ855号229頁）参照。

引事情、および顧客の信頼を保護するに値するものであることを認めて、証券会社および商品取引員に対し誠実に契約締結を交渉すべき義務、とくに説明義務が肯認されるのである。そこで、この説明義務の違反により、顧客が財産上不測の損失を被った場合、証券会社または商品取引員は付随義務の違反として、契約上の責任を負わなければならないと思われる<sup>(89)</sup>。

## (2) 契約責任の時的拡張

証券会社および商品取引員が契約交渉段階における信義則上の付随義務としての説明義務に違反した場合、民事責任が追及される。そこで、このような不当勧誘の問題について、契約責任が追及されるかどうかを検討したい。

この問題について、まずドイツ法における付随義務論の考察を基礎として、北川教授は契約締結上の過失責任をもって、付随義務の違反を補充的契約責任とすることを肯定される。すなわち、同教授によれば、当該契約に関する相手方の意思決定、いわゆる主観的に重要な事実と、契約目的との内部的関連にたつ、いわゆる客観的な重要事実の開示が、契約締結上の付随義務を構成するものである。この契約形成過程の付随義務は、法定の債務関係を契約交渉段階の開始から成立し、契約締結に関する準備行為を中心に、契約責任における段階的構造の形成に大きな役割を有すると指摘している<sup>(90)</sup>。なお、この付随義務は、法律行為より広く、契約当事者の態度・法的行為を対象としているので、法律行為を基軸にした基本的契約責任を補充拡大するものであるといわれる<sup>(91)</sup>。これにより、契約締結をめぐる責任構造、いわゆる「契約責任の時的拡張」が形成されるわけである。

そもそも、契約締結段階における法的責任の構造については、松坂教授が指摘するように「信頼関係としての債務関係」に基づいて、契約関係が当事者間の信頼関係に存在するということを前提として、確立した理論である。すなわち、契約責任における「債

<sup>(89)</sup> 於保不二雄『債権総論〔新版〕』（有斐閣・1972年）112頁、奥田・前掲書（註22）163頁参照。

なお、谷口知平『注釈民法（13）』（有斐閣・1966年）59頁は、契約準備段階における特定人間に認められる信義則上の義務に違反したことにより、付随義務違反として契約締結上の過失責任を該当する要件としている（上田）。

<sup>(90)</sup> 北川・前掲書（註64）349頁は、契約責任の段階的構造における付随義務を詳細に分析している。

<sup>(91)</sup> 北川・前掲書（註64）377頁参照。

務関係は、当事者が相互的な信頼関係に立つという事実によって成立し、当事者の意思に基づくものでないから、法的債務関係であって、当事者間に信義誠実の原則にしたがって行為すべき義務、いわゆる「誠実義務」、かつその「信義誠実の義務の結果として、相手方の人格および財貨を害しないように適当な考慮を払うべき義務」、いわゆる「保護義務」が生ずるということである<sup>(92)</sup>。

この債務関係においては、すなわち契約成立の交渉から契約終了まで、当事者の相互的な信頼関係が終始存在していると指摘される。このように契約上の責任を時間的範囲の拡大としてとらえて、契約交渉段階における付随義務の違反は、契約法の規範に従うべきものとしている<sup>(93)</sup>。

### (3) 締約上の過失理論

証券会社および商品取引員が顧客に投資勧誘を行なうに際して、説明義務に違反することは、上述のように契約成立の交渉過程における付随義務の違反として、契約上の責任を追及される可能性がある<sup>(94)</sup>。このように、当事者の契約交渉行為が義務違反として、契約上の保護を与えられることは、いわゆる「締約上の過失理論」に基づき、契約締結段階における当事者間の利益・期待の衝突を調整することを目的とする「補充的契約責任」と言われる<sup>(95)</sup>。

契約の債権・債務関係における付随義務の違反は、契約締結上の過失の理論として理解することが一般的であると指摘されている。すなわち、契約成立の交渉段階においては、信頼関係による契約上の保護義務、または信義則上の注意・配慮義務、もしくは契約準備関係の特質に基づく信頼の要求という付随義務があり、両当事者はそれを払わなければならないとしている。したがって、北川教授が指摘しているように、契約責任の

---

<sup>(92)</sup> 松坂佐一『債権者取消権の研究』（有斐閣・1962年）279頁は、契約締結のために商議が開始する瞬間において、契約当事者は信頼関係に立ち、契約締結とする共同の目的へ一層緊密な結合関係を構成し、相互協力すべきであるとしている。

<sup>(93)</sup> 松坂・前掲書（註92）285頁参照。

<sup>(94)</sup> 長尾・前掲書（註77）197頁参照。

<sup>(95)</sup> 北川善太郎「契約締結上の過失」『契約法大系（1）』（有斐閣・1962年）221頁は、締約上の過失理論は当事者間の一定の紛争に対し、広く契約準備行為から契約締結までの段階における付随義務の違反を、補充的契約責任として、契約的保護を与えるものであるとしている。

構造における締約上の過失理論は、契約交渉段階の当事者間に存在する一定の法的態度を対象として、契約的保護に値する契約債権・債務関係の肯定から契約上の責任を認めなければならないとし、契約責任が内・外面に展開する可能性があるという見解に賛成したい<sup>(96)</sup>。

### 第3款 「契約締結上の過失」理論の適用の検討

不当勧誘に従い、委託契約の成立については、その勧誘行為自体が詐欺、または要素の錯誤、或いは公序良俗の違反に該当した場合を別にして、この契約自体は有効に成立していると考えられる。しかし、不当勧誘による説明義務の違反は、証券会社および商品取引員が付随義務に違反し、「契約締結上の過失」理論に基づく契約上の責任を追及されることになると思われる。

ところが、当該「契約締結上の過失」理論は、かかる契約の内容が原始的に履行不能な契約の締結を原点として、契約締結の準備のための両当事者間に利益・損害の調整をその目的としている<sup>(97)</sup>。すなわち、その契約が不成立・無効となった場合、「契約締結上の過失」の理論を法的根拠として、契約上の責任は成立するというものである。そのために、有効な契約における説明義務の違反については、「契約締結上の過失」という理論に基づくことにより証券会社または商品取引員に契約責任の追及できるか否かを以下に検討したいと考える。

まず、厳格に言えば契約責任は、契約が有効に成立してから発生するものである。ところが、契約締結を目的として、両当事者が取引的接触のための契約交渉をはじめた場合には、松坂教授が「信頼関係としての債務関係」の存在を理論的根拠として、契約準備段階において信義則上の付随義務群が発生し、それは契約責任の時間的拡張として認めてきた。つまり、この「契約締結上の過失」理論に基づく契約責任には、本来の給付義務にかかわらずに、契約締結の準備段階に生ずる契約類似の信頼関係を基礎として、

---

<sup>(96)</sup> 北川・前掲論文（註95）231頁参照。

<sup>(97)</sup> 我妻 栄『債権各論（上）』（岩波書店・1954年）38頁参照。

成立する理論構成と言われる<sup>(98)</sup>。

今日にいたって、「契約締結上の過失」の理論における民事責任の追及は、契約法規範を全面的に適用することが通説である。すなわち、この理論においては、単に原始的不能により契約が無効となった場合のみならず、有効な契約が成立した場合、ないし契約準備行為だけで契約の締結に至らなかった場合にも、一般的に認められるものであるといわれる<sup>(99)</sup>。とりわけ、契約が有効に成立した場合でも、「契約締結上の過失」理論は十分に機能するようになったと指摘されている。つまり、契約を締結しようとする当該当事者は契約成立の準備段階に際して、契約に関連する種々の陳述を行ない、一定の利益供与への期待を相手方に抱かせることが普通である。そして、この期待に基づいて相手方が契約を締結したところ、その陳述が虚偽のものであったり、不正確なもので、相手方は結果的に、期待に反する不利な内容の契約を締結させられてしまうことが稀ではないといわれる<sup>(100)</sup>。

なお、現代は、取引関係の複雑化および多様化のため、契約当事者間に地位上の格差が大きくなる。とりわけ契約締結のために、契約当事者にとって、当該取引にかかわる専門的知識、能力、経験および取引情報が必要であり、それらによる著しい交渉能力の格差が生ずる場合が多い。当該取引に関する種々のトラブルは、対等当事者の前提とした既存の伝統的法理論の適用だけでは、合理的かつ適切な紛争処理を図ることがしばしば期待できなくなると指摘される<sup>(101)</sup>。したがって、こういう契約成立過程において、通常、私的自治の原則の下で、取引の利益と損失につき、各当事者が自分のため守らなければならないことを、機械的に適用することではなく、むしろ当事者間の取引地位にお

<sup>(98)</sup> 森泉 章「契約締結上の過失に関する一考察(3)」民事研修290巻3頁は、契約締結上の過失については、その責任の性格、根拠を契約準備行為の開始における当事者間の信頼関係に基づき、かかる付随義務・注意義務に違反することが契約上の責任としている。これは、「締結上の過失」理論の啓発としている。

<sup>(99)</sup> 磯村 哲「契約締結上の過失」『民事法学辞典』(有斐閣・1964年)460頁、谷口安平「契約締結上の過失」『民法判例百選Ⅱ債権』(有斐閣・1977年)22頁、北川・前掲書(註64)300頁、林 良平『債権各論』(青林書院・1986年)14頁参照。

<sup>(100)</sup> 森泉・前掲論文(註98)8頁は、この契約は有効に存続しているが、不利な内容の契約を締結させられた場合に、「契約締結上の過失」責任の類型の一つとして論じる。

<sup>(101)</sup> 龍田 節「不実表示の規制と消費者保護」『消費者法講座(4)』(日本評論社・1988年)15頁参照。

ける真の平等の要請に基づく「契約締結上の過失」理論は、それを修正とするものであると強く主張されている<sup>(102)</sup>。

そのために、契約内容以外のものであっても、取引に関する重要性を有する事項については、当事者がそれを信頼し、契約を締結するに至る場合、契約交渉の相手にとって、その取引判断の決定に実質的な影響を有する重要事項の説明が誠実に行なわなければならないものであると指摘している。すなわち、「契約締結上の過失」理論の活用は、特に取引上有利な立場に立つ者に一定の開示義務を負わせることによって、劣弱な立場にある相手方の無知、無経験を悪用した不当な取引を防止し、または契約締結の意思形成への不相当な介入を排除することに資するものであるからといわれる<sup>(103)</sup>。

したがって、不当勧誘の問題について、証券会社または商品取引員が説明義務に違反し、顧客の意思決定を不当に介入する行為は、顧客による契約締結の動機を歪め、投資者の信頼を誤らせるものに該当すると思われる。この契約が有効に成立している場合には、契約交渉における投資者の動機ないし意思形成を保護するため、および当初意図していた契約の目的を十分に達していない利益または実質的に被った損害を保護するため、「契約締結上の過失」理論を適用し、不当勧誘行為に契約上の責任を追及すべきと思われる。これは、契約責任の時的拡張として有力に支持されている<sup>(104)</sup>。

#### 第4款 説明義務違反の法的効果

契約当事者は相互に交渉し、当該契約を締結を目的とする準備段階に際して、すでに特別の信頼・協力関係、いわゆる一種の債権・債務関係が契約上の信義則に基づく種々の付随義務が課せられているのである。この義務に違反することがあれば、契約締結上

---

<sup>(102)</sup> 本田純一「契約締結上の過失理論について」『現代契約法体系(1)』(有斐閣・1987年)194頁は、現代の取引関係、とりわけ消費者取引に対して、対等な私人を念頭にする民法法理を機械的に適用することは適切ではなく、契約締結の過程における当事者の合理的な信頼を保護し、適正な契約方法を構築すべきとしている。

<sup>(103)</sup> 森泉・前掲論文(註95)10頁は、宅建築法35条の下において、宅建築業者が一定の重要事項を説明しなければならないという義務を一例として挙げている。

なお、「契約締結上の過失」法理の活用により、契約締結段階において専門家に法的開示義務を課すことが当事者の自主的意思決定に役立つと述べている。

<sup>(104)</sup> 北川・前掲書(註67)125頁、森泉・前掲論文(註98)9頁参照。

の過失として、契約法上の一種の債務不履行責任が課せられると思われる<sup>(105)</sup>。

すなわち、契約関係における給付義務の以外に付随する注意義務、とくに説明義務の違反は、契約当事者が相手方の身体や財産などを害しないような注意的付随義務を怠ったことにより損害を与える結果になる。これを積極的債権侵害として、債務不完全履行の中心的課題と指摘される<sup>(106)</sup>。

このような「契約締結上の過失」理論においては、当該契約の成立・不成立、または有効・無効にかかわらず、当事者は契約を締結するに際し、他方当事者に対しての保護義務を取引上負わなければならない、もしも付随義務の違反により損害が生じた場合、損害賠償責任を負わなければならないとしている。法益保護の範囲が契約関係の時的拡張に基づき、次第に拡大していくと同時に、積極的債権侵害については、一般的には不法行為法による保護の対象となりうることになる。この場合には、当事者に民事責任としての債務不履行責任と不法行為責任が競合する問題と思われる<sup>(107)</sup>。ただ、不当勧誘の問題について、とりわけ裁判例における説明義務の違反が不法行為法の責任に限定することは、理論上に妥当ではないと指摘される<sup>(108)</sup>。

むしろ、「契約締結上の過失」のための不完全履行について、法的効果は、民法415条の債務不履行の一般規定を根拠として、損害賠償請求権が生じること、ならびに判例や通説によれば、他方当事者に契約解除権が発生することとなるではないか、と思われる<sup>(109)</sup>。特に、付随義務の違反とは、もともと給付利益の侵害でないため、原則として契約解除の問題を生じないとしていながら、不当勧誘における説明義務の違反については、逆に損害が拡大し、顧客に被らせたこととすれば、当事者間の信頼関係が破壊されて、契約関係に基づき債務履行を要求するが極めて不当であるということに基づき、

---

<sup>(105)</sup> 林・前掲書（註99）14頁参照。

<sup>(106)</sup> 於保・前掲書（註89）112頁、奥田・前掲書（註22）152頁参照。

<sup>(107)</sup> 奥田昌道「契約法と不法行為法の接点」『民法学の基礎的課題（中）』（有斐閣・1974年）207頁参照。

<sup>(108)</sup> 龍田・前掲論文（註101）22頁は、消費者保護に大きな効果を発揮するような最近の裁判例については、「契約締結上の過失」理論により、損害賠償責任を追及することは、未だ発展途上にあるとしている。

<sup>(109)</sup> 我妻 栄『債権総論』（岩波書店・1964年）150頁、於保・前掲書（註89）114頁、奥田・前掲書（註22）152頁、乾＝長尾・前掲書（註67）324頁参照。

「契約締結上の過失」理論に契約の解除を導くような法的構成が望まれると思われる<sup>(110)</sup>。

#### 第5款 契約責任追及の限界

投資勧誘の問題は、証券会社または先物業者に契約責任を追及することを検討することが妥当であると思われる。すなわち、委託契約の締結を中心とする市場仲介者の投資勧誘について、その説明義務が顧客との契約交渉・締結段階で課せられ、契約上の付随義務の一つと考えるべきである。この説明義務に違反した場合には、証券会社または先物業者に補充的契約責任を追及することが適切である<sup>(111)</sup>。しかしながら、証券会社または先物業者が説明義務に違反した場合に、「契約締結上の過失」の理論により民事責任を追及するという「不当勧誘の契約責任」について、理論上その適用には以下のような問題がある。

まず、どの時点から、投資勧誘行為が契約のための準備交渉行為に該当するかどうかの区別が困難である。すなわち、証券会社または先物業者が、単に商業広告、宣伝ないし投資セミナーの開催を通じ、投資者に投資勧誘をする場合、委託契約の誘引のための投資勧誘としての営業活動であると認められるかが問題となる。もしも、投資者がこれに応じて、証券・商品取引を行ない、その結果、損害を蒙ることになった場合に、証券会社または先物業者は、契約上の責任を負わなければならないのであろうか。

確かに、投資勧誘における契約交渉段階の開始時点は、個々の勧誘事情によって大きく異なっているといわれるが、森泉教授が指摘されるように、契約締結上の過失に関する開始時点は、「基本的には、単に当事者の一方がすでに契約準備交渉に入っていると信じただけでは足りず、客観的にあるいは取引観念上契約締結のための準備交渉と目される接触が当事者間でなされることが必要だ」という解釈により、投資勧誘の契約責

---

<sup>(110)</sup> 龍田・前掲論文（註101）20頁参照。なお、本田・前掲論文（註102）207頁は、意思決定に不当な介入がされた場合に、契約当事者にとっては、損害賠償を請求するよりも、契約上の履行義務から解放されることが極めて重要であると指摘しながら、「契約締結上の過失」の法理に基づき、契約の解除は、実質的公平と消費者保護の観点からすれば、実益性のある問題であるとしている。

<sup>(111)</sup> 松坂・前掲書（註92）279頁、北川・前掲論文（註95）221頁参照。

任をとらえることが最適であると思われる<sup>(112)</sup>。すなわち、契約誘引の投資勧誘について、両当事者が契約の法的関係に立たないかぎり、契約上の責任は発生しないためである。そこで、この投資勧誘の契約責任は、契約締結・成立を前提として、有効な契約において、契約締結上の過失を追及する特殊な民事責任の様態の一つである。このような考え方により、不当勧誘の説明義務違反を導くことができ、証券会社および先物業者に不当勧誘の契約責任を課すための法理論の原点となるものである。

次に、証券会社は顧客に対し、仕手戦の対象とする株が確実に値上がりすることを買得情報として、他の証券会社を通じて購入するように勧誘するといった問題である。この「他社への証券購入」としての勧誘行為が断定的な投資判断を提供することが、投資勧誘規制に違反し、証券会社に民事責任を追及することができるか否かについては、裁判所の見解が大きく異なっているようである<sup>(113)</sup>。このような場合においては、証券会社が当該仕手筋情報を流して、顧客に証券取引を勧誘することが極めて不健全な行為であるため、証券会社自社での受託のみを勧誘禁止規制の対象とする形式上の法的解釈が妥当ではなく、むしろ実質的に見て、他社での委託をも含めて解釈すべきであるという主張がある<sup>(114)</sup>。

しかし、この「他社での証券購入」の勧誘行為については、大阪地裁が指摘するように、投資勧誘に関する法的責任が原則として、受託契約の成立を前提とする契約の締結過程ないし履行過程において、証券会社が遵守すべき注意義務に反した場合に、民事上の契約責任または不法行為責任を負うべきであるという考え方を支持したい<sup>(115)</sup>。すな

---

<sup>(112)</sup> 森泉・前掲論文（註98）5頁参照。

<sup>(113)</sup> 大阪地裁平成5年4月12日判決（判例時報1508号147頁）は、自己が受託することを目的としない投資勧誘行為が、社会的・公益的には問題になるようなものであっても、当該勧誘を受けた顧客に対する違法な行為とは直ちに言い得ないものと解すべきであるとしている。

同事件における大阪地裁の判決に対して、大阪高裁平成6年2月18日判決（判例時報1524号51頁）は、異なる見解を示している。すなわち、本事件における他社での取引の委託を勧誘することは、最終的に自社が利益を得ることを目的としている営業政策から考えれば、自社が取引の委託を勧誘し、不正な勧誘を行なった場合に生ずる危険性には、何ら変わるところがないと指摘し、このような特定の銘柄の有価証券について相場が確実に騰貴することを顧客に伝えて、勧誘する行為は、法に違反するものであり、その相場操縦に便乗して利益を上げようとした勧誘行為は、法秩序に違反し、不法行為の違法性を備えるものと認めているのである。

<sup>(114)</sup> 大武泰南「証券会社の従業員の勧誘行為と不法行為責任の有無」金融商事判例962号46頁参照。

<sup>(115)</sup> 大阪地裁平成5年4月12日判決（判例時報1508号147頁）参照。

わち、私見によれば、当該勧誘が契約交渉段階の準備行為に該当されないため、証券会社に契約上の民事責任が及ばないのである。当該勧誘行為については、大蔵大臣が証券取引法54条に基づき、是正命令を発する理由となると思われる<sup>(116)</sup>。ただし、本事件において、証券会社が株価操縦のような人為的取引情報を顧客に伝えて、投資勧誘を行なう行為は、証券取引法157条による「有価証券の売買等に関して不正の手段または技巧をなしたもの」として、不正取引行為に該当する違法性を有するものではないかと疑問を持つものである。

なお、契約関係の時的拡張における信頼関係の保護は、松坂教授が指摘するように「債務関係の発展過程において、相手方の物的乃至精神的財貨に対する特別な干渉によって生じ得べき損害の防止を目的とするところの保護義務が発生することは、是認せらるべきであろう」<sup>(117)</sup>。したがって、伝統的な「契約締結上の過失」理論によれば、その損害賠償の範囲は、もはや信頼利益を中心に、契約当事者が本来なら無効な契約を有効であると信じたことによって被った損害の賠償範囲に限るとされるのであるが<sup>(118)</sup>、不当勧誘のため、委託契約が有効に成立した場合でも、証券会社または先物業者に対して、「契約締結上の過失」理論に基づき、信頼利益という概念を広義にとらえ、「相手方の注意義務・付随義務違反により生じた損害」をも含めて解すべきであるとする新たな損害賠償理論の適用は、契約責任の拡大・充実とともに必要であるという指摘がある<sup>(119)</sup>。しかし、この「履行利益」・「信頼利益」という概念自体、それほど明確なものではないことは、すでに指摘されているとおりであるが、契約交渉段階における信頼保護のための新たな損害論を構成することは今後の重要な課題であろう<sup>(120)</sup>。

---

<sup>(116)</sup> 証券取引法における違法勧誘の禁止規制について、神崎教授は次のように指摘している。すなわち、証取法50条に関する証券会社の勧誘行為は、同法157条にいう詐欺的な行為とは異なる。この不当勧誘は、証券市場における公正取引の侵害である証券詐欺行為と比べて、悪性の強い詐欺的・相場操縦的行為とはならないため、証券会社の営業姿勢を不健全とした場合に、大蔵大臣が是正命令を発する原因にすぎないものである。

<sup>(117)</sup> 松坂・前掲書（註92）245頁参照。

<sup>(118)</sup> 我妻・前掲書（註97）38頁、安永正昭「契約締結の準備段階における信義則上の注意義務と信頼利益の賠償責任」私法判例リマックス1巻84頁、菅野耕毅「契約の準備段階における信義則上の注意義務違反」『不動産取引判例百選（第2版）』（有斐閣・1991年）23頁参照。

<sup>(119)</sup> 北川・前掲書（註64）292頁参照。

<sup>(120)</sup> 森泉・前掲論文（註98）5頁参照。

### 第3章 法目的の実現と投資勧誘の仲介行為

証券取引法1条および商品取引所法1条は、その目的として以下のように規定している。すなわち、証券取引法は、「国民経済の適切な運営および投資者の保護に資するため、有価証券の発行および売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的」とし、商品取引所法は、商品取引所に関しての「健全な運営を確保するとともに、商品市場における取引の受託を行なう者の業務の適正な運営を確保すること等により、商品の価格の形成および売買その他の取引並びに商品市場における取引の受託を公正にするとともに、商品の生産および流通を円滑にし、もって国民経済の適切な運営および商品市場における取引の委託者の保護に資することを目的」としている<sup>(1)</sup>。

このような目的に基づいて、証券取引法および商品取引所法は、情報公開の充実と不公正な取引の防止を確保することにより、証券・商品取引における投資者の保護を確保し、国民経済における市場制度の適切な運営に重要な役割を果し、健全な証券・商品取引制度を構築するものである。これは、証券・商品市場における情報開示と公正取引の確保を前提条件として、法の目的を実現するということである<sup>(2)</sup>。

---

<sup>(1)</sup> 証券取引法の目的については、従来の争論が行なわれている。すなわち、証券取引法には、国民経済の適切な運営を実現させるように、「投資者の保護」が目的とする通説と、公正な市場制度を確保するための国民経済の適切な運営および投資者保護とも法の規制目的とする両元説がある。なお、証券取引法の目的は、市場機能の確保を前提としての市場法説にもある。

鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣・1984年）41頁、神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院・1987年）32頁、上村達男「証券取引法における市場法的構成の試み」私法48巻179頁参照。

さらに、商品取引所法について、河本一郎「商品取引所法逐条解説（1）」商品先物市場1979年5月号9頁、神崎克郎「商品先物取引と委託者保護」『金融法の課題と展望』（日本評論社・1990年）365頁、河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）1頁参照。

<sup>(2)</sup> 昭和51年5月11日証券取引審議会報告「株主構成の変化と資本市場のあり方について」は、開示制度を基本としている我が国証券取引制度の下では、投資者保護の内容は、(1)事実を知らされないことによって被る損害からの保護と、(2)不公正な取引によって被る損害からの保護とからなる。このための方策としては、『ディスクロージャー制度の充実』及び『不公正取引の防止』という二つの大きな手段が考えられる」というものである。

## 第1節 ディスクロージャー制度における投資勧誘の問題

情報開示（＝ディスクロージャー）、とりわけ有価証券の投資判断のための情報開示は、証券取引法の中核をなす最も重要な内容であるといわれる。この情報開示制度は、投資判断の資料を投資者に提供することにより、投資者が自由な判断と責任に基づき、自己の投資決定を行なわせる機能を有する<sup>(3)</sup>。

投資者の合理的な投資判断のためのディスクロージャー制度については、神崎教授が以下のように指摘している。すなわち、このような情報開示は、証券市場を通じての資源の効率的な配分を高めること、投資者を証券取引に関する詐欺的な行為から保護することに役立ち、さらに有価証券発行者の企業行動を社会的批判に耐えうる公正なものにする重要な役割を果たしている。そして、証券市場におけるディスクロージャーの要請は、投資者の企業に対する合理的な権利行使の確保とともに、法目的の実現のために大きな機能を発揮することができるという<sup>(4)</sup>。なお、龍田教授は、情報開示の要請が証券取引の安全を確保するという前提として、取引の内容がより公平になることをはじめ、企業の活動が公正に行なわれることを目的にしているといわれる<sup>(5)</sup>。

企業の情報開示を基礎として、合理的な投資判断が行なわれることが証券取引であるが、投資者が証券会社の一方的な投資勧誘に応じ、ディスクロージャーに関する情報の内容を十分に検討せずに証券投資をしたときには、ディスクロージャーにおける投資者保護の機能が働いてはいない。したがって、神崎教授は、場合によって専門的な市場関与者、すなわち市場仲介者である証券会社などに対し、ディスクロージャーに関する行動規制が必要となると述べている<sup>(6)</sup>。

---

<sup>(3)</sup> 竹内昭夫＝道田信一郎＝前田 庸＝龍田 節＝手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）489頁（龍田）、神崎・前掲書（註1）135頁、森田 章『企業内容開示制度』（中央経済社・1991年）10頁参照。

<sup>(4)</sup> 神崎克郎『ディスクロージャー』（弘文堂・1978年）7頁、11頁、18頁は、情報開示制度は合理的な市場行為、社会的批判および権利行使のための機能を有するとしている。

<sup>(5)</sup> 龍田 節「開示制度の目的と機能」法学論叢100巻4・5・6号119頁参照。

なお、龍田 節『証券取引法Ⅰ』（悠々社・1994年）31頁は、情報開示制度においては、（1）情報の提供、（2）権利の実質化、（3）地位の平準化、および（4）不正の抑止という機能が期待されるとしている。

<sup>(6)</sup> 神崎・前掲書（註4）8頁参照。

また、上村教授は、証券会社は、市場メカニズムの充実に貢献するため、市場情報に応じた投資者の良質な投資判断の形成を確保すべき責務を負わなければならないとしている。とりわけ、投資勧誘の段階において、証券会社は投資者に対して、正しい市場情報を提供し、投資助言を与えるような市場仲介者として、積極的な役割を果すべきであると指摘している<sup>(7)</sup>。

#### 第1款 開示情報の確保と詐欺的な行為の防止

投資者が合理的な投資判断を形成し、証券取引を行なうために、証券市場における当該情報の開示が完全かつ正確に行なわれることは、投資者保護という法目的の基本的な要請の一つである。したがって、証券取引法は、証券に関する一定の情報の開示を要求すると同時に、当該情報開示に関する内容の不実表示を禁止している。すなわち、このディスクロージャー制度においては、証券取引の投資判断に必要なかつ重要な事実を投資者に伝達し、その投資決定に利用するようにさせる情報開示の積極的側面と、証券の投資判断のために重要な情報を十分に開示せず、あるいは虚偽または誤解を生じさせる表示を利用して、投資者に勧誘することを禁止する消極的側面とからなっているという<sup>(8)</sup>。

証券取引法は、有価証券の発行者に対し、企業内容情報の開示義務を課すると同時に、それに関する重要事項について虚偽の表示があり、または重要な事項もしくは誤解を生ぜしめないように必要な重要な事実の表示が欠けている場合、この不実表示を利用して、有価証券を取得させる者に損害賠償責任を負わせている（証取法17条、18条、21条、24条の4）<sup>(9)</sup>。

また、証券取引法における不実表示の規制は、証券を取得させる取引のみならず、証券取引全体に関するあらゆる詐欺的な行為を対象として、禁止しているものである。つまり、証券取引法157条によれば、証券取引に関して何人も、重要な事項について虚偽

---

<sup>(7)</sup> 上村達男「証券会社の法的地位」商事法務1314号16頁参照。

<sup>(8)</sup> 神崎克郎「有価証券届出制度の再検討」インベストメント1968年8月号32頁参照。

<sup>(9)</sup> 証券取引法上の民事責任については、河本一郎「証券取引法の基本問題：民事責任を中心として」神戸法学雑誌21巻3・4号222頁、神崎克郎「証券取引法上の民事責任」『商法・保険法の諸問題』（有斐閣・1973年）212頁、森田 章「投資者の保護」『現代企業法講座（2）』（東京大学出版会・1985年）181頁、志村治美「証券取引法上の民事責任」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）555頁参照。

の表示があること、または誤解を生じさせないために、必要な重要な事実の表示が欠けている文書、その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得することをしてはならない。このディスクロージャー制度については、さらに神崎教授が以下のように指摘している。すなわち、証券取引法に基づく企業内容の開示は、その書類に完全かつ正確な情報の開示だけでなく、個別的な証券取引、とりわけ証券取引の職業的な関与者としての市場仲介者の投資勧誘に関して、不実表示を禁止することが重要な意味を有するというものである<sup>(10)</sup>。

(1) 証券分売におけるガン・ジャンピング (gun jumping) 問題

証券の分売において、特に証券会社が引受業務を担当し、当該証券の募集・売出に成功する場合には、多額の報酬を獲得することができる。これに対して、その分売の失敗に際し、証券会社は、証券引受業務における特別の危険を負担することになる。したがって、証券会社は、その多くの報酬を確保し、さらに危険を回避するため、熱心に分売証券の投資勧誘を行ない、自己の利益を増大させたい動機が働くと考えられる<sup>(11)</sup>。

特定の証券分売についての関心を高めようとして、証券会社は一般投資者に対し、当該証券の取得・買付を促進するために、投資勧誘を行なう。そして、証券取引法は、有価証券の発行・売価格等の取引の条件が未定の状態においても、当該証券に関する募集・売出しの届け出が認められるために、証券会社等が投資者に対して特定の有価証券を勧誘する、いわゆるガン・ジャンピングが行なわれる(証取法5条1項但書)<sup>(12)</sup>。しかし、この場合において、証券の分売関係者、とりわけ証券会社はその分売を達成させるための勧誘行為は、当該証券の価値に好影響を及ぼす事実の表示のみによって行なわれ、証券の価値に悪影響を及ぼす事実はその表示の内容から排除されるおそれがあると考えられる。つまり、証券発行会社に関する事実の表示に好都合な面のみを強調する投資勧誘が行なわれる場合には、その結果、証券会社の役割を歪めてしまうおそれがある<sup>(13)</sup>。

---

<sup>(10)</sup> 神崎・前掲書(註4) 102頁参照。

<sup>(11)</sup> 神崎克郎「証券分売における投資勧誘表示の規制」神戸法学雑誌19巻3・4号333頁参照。

<sup>(12)</sup> 神崎・前掲書(註1) 196頁参照。

<sup>(13)</sup> 神崎・前掲論文(註11) 334頁参照。

## (2) 内部者取引の問題

内部者取引は、法により禁止されている行為である（証取法166条、167条）。内部者取引禁止の基礎理論としては、有価証券の投資判断に影響を及ぼす重要な情報の発生に自ら関与し、または当該情報に容易に接近できる特別の立場にある者が、情報公表前にその情報を利用してかかる有価証券の取引をすることは許されないことにあるという。すなわち、企業内容の開示における重要情報の発生に関与し、または情報源に容易に接近する特別の立場の者には、内部情報の悪用は認められない<sup>(14)</sup>。

証券市場における有価証券の取引は、そのほとんどが証券会社を通じて行なわれるのである。とりわけ、証券会社は引受業務のため、発行会社の内部情報に通じることが多いと思われる。内部情報を有する証券会社は、それを利用した委託業務として、顧客に投資勧誘を行なうことが大きな問題になると、竹内教授が指摘している<sup>(15)</sup>。

また、上村教授は、証券会社が投資者と証券市場を結ぶ唯一の媒体であるため、内部者取引規制の実効性を高めるように、十分な法的対応を期待したいと述べている。すなわち、内部者取引の未然防止のためには、証券市場における証券会社の地位を考慮し、積極的な法的体制の整備および行政上の対応が可能であるという<sup>(16)</sup>。

このように、証券会社としては、証券の発行会社に関する重要な情報を提供する役割を有しているために、顧客に対して投資勧誘を誠実・公正におこなうことが重要な課題である。とりわけ、証券引受業務において証券会社が「単に企業のための資金調達にとどまらず、証券市場及び投資者全般に対する公共的責任をも負担している」という立場から見れば、投資者保護のみならず、証券取引の健全性・信頼性について、市場仲介者

---

<sup>(14)</sup> 神崎克郎「内部者取引規制10：内部者取引の禁止－その基本的構造」金融商事判例806号122頁参照。

なお、昭和63年2月24日証券取引審議会「内部者取引の規制の在り方について」は、「こうした内部者取引が行なわれるとすれば、そのような立場にある者は、公開されなければ当該情報を知りえない一般の投資者に比べて著しく有利となり、極めて不公平である。このような取引が放置されれば、証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資者の信頼を失うことになる」としている。

<sup>(15)</sup> 竹内昭夫「インサイダー取引規制の強化（上）」商事法務1142号9頁参照。

<sup>(16)</sup> 上村達男「インサイダー取引規制と各界の対応」商事法務1225号16頁参照。なお、内部者取引における法人関係情報の管理については、神崎・前掲書（註1）591頁、大武泰南「内部者取引規制5：各界からの考察－証券界」金融商事判例806号34頁参照。

である証券会社が十分な市場機能を有している者として期待される<sup>(17)</sup>。

## 第2款 投資勧誘における情報提供の補完機能

ディスクロージャー制度における証券会社の投資勧誘は、昭和49年大蔵省通達が指摘していた。すなわち、証券会社は、「投資者の判断に資するため有価証券の性格、発行会社の内容等に関する客観的かつ正確な情報を投資者に提供することとし、自社の営業方針に基づく特定少数の銘柄の一律集中的な推奨の如く投資情報を主観的または恣意的に提供することは厳に慎むこと」により、投資者本意の営業姿勢を徹底することが重要である。証券会社または先物業者が収益の向上を唯一の目的として、顧客に投資勧誘を行なった場合には、証券・商品市場の健全な発展に悪影響を及ぼすおそれがある。とりわけ、過当競争に際して、市場仲介者である証券会社または先物業者がしばしば投資者の利益を軽視し、会社の業績成績を重視するため、過当勧誘を行なった結果、投資者の信頼を害してしまうことになった。したがって、投資勧誘の営業姿勢については、証券会社および先物業者が投資者本位に従い、取引情報を提供し、誠実かつ公正に勧誘すべきであり、投資者の需要に適合させなければならない<sup>(18)</sup>。

一般投資者の犠牲において不正行為を行なう危険性について、不適切な投資勧誘もその形態の一つとして考えられる。そのために、市場仲介者である証券会社および先物業者に誠実かつ公正義務を課することは、証券・商品取引の特殊性を考慮し、柔軟性のある補完機能を有するとして、理解されてよいではないかと思われる<sup>(19)</sup>。

投資勧誘における取引情報の提供については、投資者が自己の責任に基づいて、投資判断を形成するため、法は、証券・商品取引に関する誤解を生じさせないように、違法な勧誘行為を禁止し、証券会社または先物業者に適切な勧誘姿勢を求めるのである。（証券法50条、50条の2、商取法94条）。平成4年証券取引法の改正においては、いわゆる裏からの禁止行為規制に対して、証券会社および先物業者が当該情報を誠実・公正に、顧

---

<sup>(17)</sup> 「証券会社の引受業務の適正な運営について」昭和44年11月6日蔵証2766号参照。

<sup>(18)</sup> 「商品仲買人の受託業務の適正化について」昭和39年12月23日農経A 9882号、「投資者本位の営業姿勢の徹底について」昭和49年12月2日蔵証2211号参照。

<sup>(19)</sup> 島袋鉄男「証券業者の誠実・公正義務」琉大法学50号180頁参照。

客に提供するように、法は市場仲介者に積極的な義務を課することになった。(証取法49条の2)<sup>(20)</sup>。

## 第2節 不公正取引行為規制における投資勧誘の接点： 相場操縦行為の疑惑

証券・商品市場は、自由公開市場である。自由経済原理に基づいている証券・商品市場には、取引価格がその需要と供給のバランスにより、自然かつ公正に形成されること、いわゆる市場価格形成が重要な機能である。この機能は、証券・商品市場の一大法則である。

しかし、相場操縦は、証券・商品取引に人為的な操作を加え、資本市場において価格形成の機能が歪められて、さらに市場価格が自然かつ公正な証券・商品価格の形成を損なうおそれがあるという行為である。すなわち、相場操縦は、人為的な市場価格を形成する行為である<sup>(21)</sup>。このように、証券・商品市場の価格を人為的に操縦して、自己に有利な価格を作り出そうとする行為に関しては、とりわけ現物市場よりも、先物市場において現物の受渡には関心がなく、値動きを利用して先物取引をする投機者が、先物取引の仕組みに便乗して相場操縦を行なうことが存在しているといわれる<sup>(22)</sup>。

したがって、このような相場操縦的行為は、市場の需給関係を見失い、取引市場に人為的な力を加えて、市場価格形成の機能を阻害する詐欺的行為であるため、法により禁止するべきと指摘される<sup>(23)</sup>。

相場操縦の行為については、河本教授が指摘しているように、株価の変動が怪しくなっ

---

<sup>(20)</sup> 証券取引法研究会「平成4年証券取引法の改正について(4)：証券業務の規制(1)」インベストメント1993年10月号43頁参照(山田報告)。

<sup>(21)</sup> 鈴木=河本・前掲書(註1)526頁、竹内=道田=前田=龍田=手島・前掲書(註3)519頁(龍田)、神崎克郎「相場操縦の規制」『証券取引の法理』(商事法務研究会・1987年)539頁、堀口 亘『最新証券取引法』(商事法務研究会・1991年)407頁、近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』(商事法務研究会・1995年)226頁参照。

なお、龍田 節「商品先物市場における相場操縦」『商品取引所論体系(1)』(全国商品取引所連合会・1979年)202頁参照。

<sup>(22)</sup> 龍田・前掲論文(註21)205頁参照。

<sup>(23)</sup> 平成4年1月20日証券取引審議会・不公正取引特別部会中間報告「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について」参照。

ているだけに、相場操縦をしたという事実が必ずしもはっきり合致しているとはいえない。とりわけ、相場操縦目的で証券取引を誘引していなければ、相場操縦の法規制を適用することが難しいと思われる<sup>(24)</sup>。確かに、相場操縦について判断された裁判例はわずかである<sup>(25)</sup>。しかしながら、アメリカにおいて有価証券の市場価格を変動させ、私利私欲を追及して他人に損害を及ぼす相場操縦の事例が、数多く見られるようである。これに対して、日本における相場操縦の事例が少ないというよりも、おそらく表面に現われてこないだけだと思われる<sup>(26)</sup>。

### 第1款 本州製紙仕手株の投資勧誘問題

本州製紙株の投資勧誘事件では、証券会社の勧誘に従って購入した仕手株の暴落により損失を被った一般投資者は、証券会社が仕手筋情報をながし、必ず儲かるとの断定的判断を提供するなどとして株の購入を助言した勧誘行為の違法性を理由として、証券会社に損害賠償請求責任を追及したものである<sup>(27)</sup>。

当該証券会社は、情報源に近いと、本州製紙の仕手株をいくらの株価までは確実に値上がりするという人為的相場操作のような投資情報の内容を、顧客に提供し、投資勧

---

<sup>(24)</sup> 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣・1993年）187頁参照。

なお、堀口 亘「相場操縦と安定操作」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）500頁、近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）186頁参照。

<sup>(25)</sup> 東京証券金融事件（東京地裁昭和56年12月7日判決）、三菱地所事件（東京地裁昭和56年4月27日判決）、協同飼料事件（東京地裁昭和59年7月31日判決、東京高裁昭和63年7月26日判決、最高裁平成6年7月20日判決）、藤田観光事件（東京地裁平成5年5月19日判決）、日本ユニシス事件（東京地裁平成6年10月3日判決）としている。

<sup>(26)</sup> アメリカにおける証券取引の相場操縦については、森田 滋「証券取引の国際化と相場操縦規制」証券研究102号175頁、関 俊彦「アメリカにおける相場操縦の規制」『証券取引審議会報告：証券監督者国際機構の行為規範原則の我が国への適用』（資本市場研究会・1991年）109頁、近藤光男「相場操縦に関する米国判例法の展開」『証券取引審議会報告：相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』（資本市場研究会・1992年）301頁、加賀譲治「英米法における相場操縦規制の展開（5）～（10）」国際商事法務23巻3号297頁～8号891頁参照。

なお、商品取引の相場操縦については、龍田・前掲論文（註21）202頁、土橋 正「アメリカにおける相場操縦の概念及び相場操縦規制について」『商品取引所論体系（4）』（全国商品取引所連合会・1984年）183頁参照。

<sup>(27)</sup> 大阪地裁平成5年4月12日判決（判例時報1508号143頁）、大阪高裁平成6年2月18日判決（判例時報1524号51頁）参照。

誘を行なったのである。大阪地裁平成5年4月12日判決においては、証券会社が仕手筋の情報を提供し投資勧誘を行なったことは、証券取引に関する危険性の認識を顧客に誤らせたり、当該情報を安易に信じさせたりするおそれがあるため、証券会社の営業姿勢に極めて不健全な行為のみならず、証券市場において公益的見地からしても、重大な問題が存在していると指摘している<sup>(28)</sup>。

また、大阪地裁は、証券会社は本州製紙仕手株の売買取引を顧客に誘引する目的をもって、他人の市場操作によって変動するべき旨を流布した当該勧誘行為が、相場操縦に該当するべきとしている。

しかし、当該勧誘行為は、相場操縦として認められているが、証券取引法160条に基づき相場操縦の賠償請求について、その責任要件を認めるに足りる証拠がないために、同地裁は、本件における損害賠償請求を棄却したのである。すなわち、本州製紙仕手株における証券会社の相場操縦については、同判決が指摘しているように、いわゆる情報通としての証券会社が顧客に流して取引を勧誘した事実認定によれば、当該勧誘行為が証券取引法159条2項2号に該当するものであるが、相場操縦者に損害賠償責任を生じさせるためには、当該相場操縦行為によって形成された価格で売買取引をすることが必要となる。ところが、仕手株の相場が当該取引によって変動していなかったため、同法160条による損害賠償の問題はないと判断されたのである<sup>(29)</sup>。

## 第2款 東急電鉄の大量推奨販売の問題

1991年、東急電鉄の株式について野村証券が行き過ぎた大量推奨販売行為を行なった問題は、証券会社の勧誘行為を株価操作の疑惑として、社会的な高い関心を呼んだ。東急電鉄の株が1989年5月ごろから、暴力団との不明朗な取引関係をきっかけにして、野村証券は子会社を通じ、当暴力団に東急電鉄株の買付け資金を融資すると同時に、1989年10月から顧客に東急電鉄株を大量に推奨し、投資勧誘の営業活動を強めて行なったの

---

<sup>(28)</sup> 大阪地裁平成5年4月12日判決（判例時報1508号146頁）参照。

<sup>(29)</sup> 前掲註。なお、大武泰南「証券会社の従業員の勧誘行為と不法行為責任の有無」金融商事判例962号46頁参照。

である<sup>(30)</sup>。

まず、本件でいわれる推奨販売とは、「一時期、証券会社が特定の銘柄をあらかじめ多量に仕込んでおき、一定期間継続してその証券会社の宣伝力・販売力を集中して不特定多数の顧客に売り込むこと」である。証券会社の大量推奨販売行為について、河本教授は以下のように指摘している。すなわち、証券市場の規模拡大に一定の役割を果たしている推奨販売行為は、証券会社の多量の手持株を販売するために、顧客の投資目的・資産状況等を考慮せずに投資勧誘をすることである。そのため、特定銘柄の証券の買付けを勧誘する大量推奨販売行為には、投資者の利益を損なうおそれがあるのみならず、市場株価が上昇する結果として、証券会社が人為的な株価操作を行なうという疑惑が大きいといわれる<sup>(31)</sup>。また、証券会社が保有する特定銘柄の証券を顧客に集中的に買付けさせる大量推奨行為は、適合性の原則を無視して、強引に勧誘することから、投資者の利益を害する危険性は高く、不当勧誘であると指摘している<sup>(32)</sup>。

この特定した株式の大量推奨販売行為は、証券市場の株価操縦的行為に該当するのではないかという社会的疑問が論議されてきた。1991年の証券不祥事と同時に、参議院において証券および金融問題に関する特別委員会が設立された。

大蔵省は、1989年10月19日から31日の間に東急電鉄株式の売買高が急増し、株価が急騰することについて、野村証券の大量推奨販売行為が（1）株価操作を禁止している証券取引法125条（現行法159条）、（2）行き過ぎた大量推奨販売を規制している証券取引法54条・健全性省令3条7号、（3）投資者本位の営業姿勢の徹底を求めている昭和49年の通達に違反していないかどうか等を中心として、野村証券の当時の営業体制、具体的な投資勧誘の状況等に調査を行ない、同委員会に報告した<sup>(33)</sup>。

---

<sup>(30)</sup> 野村証券の東急電鉄株価操作疑惑は、朝日新聞1991年9月5日参照。

<sup>(31)</sup> 河本＝大武・前掲書（註24）92頁参照。

なお、森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）260頁は、証券会社の大量推奨販売行為が無差別勧誘による適合性原則の違反として、不当勧誘の禁止規定に含まれるような投資勧誘の問題につき、検討を行なうべきとしている。

<sup>(32)</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲書（註21）238頁参照。

<sup>(33)</sup> 平成3年9月30日参議院「証券及び金融問題に関する特別委員会」における「東急電鉄株式の大量売買について」の大蔵大臣発言要旨参照。

同報告では、野村証券による東急電鉄株の大量推奨行為について野村証券の業務執行体制が、証券取引法54条に基づく当時の健全性省令3条7号に違反し、昭和49年大蔵省証券局通達にも違反することと指摘し、大蔵省は、その再発防止のため、当該証券会社に是正命令を発した<sup>(34)</sup>。なお、当時証券取引法125条の株価操作については、多数の投資家が売買に参加し、また特定の委託者や特定の証券会社による意図的な株価の吊り上げや仮装売買・馴れ合い売買を交えた売買等も確認できないとして、野村証券が法違反の行為を行なったことは認定するには困難である、と結論した。

そして、平成4年1月20日証券取引審議会は、参議院「証券および金融問題に関する特別委員会」の決議に基づいて、「公正かつ透明な価格形成を確保する観点から、相場操縦的行為についても実態解明に努めるとともに、その禁止規定について見直すべき点がないか検討を行なうこと」との指摘を受けて、不公正取引特別部会を開いた。同審議会は、証券取引法における株価操作の禁止規制の運用についての考え方の整理および行き過ぎた大量推奨販売行為の規制の見直しを内容として、中間報告書を取りまとめた<sup>(35)</sup>。

同審議会は、大蔵省特別検査の見解を支持している。すなわち、証券会社が大量推奨販売行為を行なうに際し、特定の投資家と共同し、あるいは自己売買や一任勘定取引を利用して、意図的に株価の吊り上げを図る等の場合には、証券取引法125条（現行法159条）違反の可能性が生ずるが、当該野村証券の大量推奨販売行為は、特定の証券会社や投資者による「相場を変動させるべき取引」の事実を確認することができないとし、相

---

<sup>(34)</sup> 平成3年7月18日「東急電鉄株式の大量売買について」の特別検査において、大蔵省は（1）野村証券は、同社の株式部と投資調査部が協同作成したポートフォリオ・ウィークリー等により、東急電鉄株式の情報提供を行なうとともに、これに併行して各地で株式懇談会を開催し、そのうち1989年10月18日の梅田支店主催の同懇談会において本社株式部担当役員が特に同株式について言及し、紹介を行なっていること、（2）同年10月19日以降、同社の本店営業部、東京本店、東部本部、大阪支店営業部及び近畿・四国本部において、同株式に集中した継続的な投資勧誘を行なっており、不特定多数の顧客から大量の売買注文を受託執行していること、また、この間、多数の顧客が同株式の短期売買を行なっており、中には手数料稼ぎを目的としたような反復売買が行なわれている等、同社の過度の投資勧誘行なわれていること、（3）同社の過度の投資勧誘により、多数の投資家からの大量の同株式の買い注文が継続して行なわれ、同株式の株価の急騰がもたらされる結果となったものと認められることとしている。

<sup>(35)</sup> 吉田英都「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討：証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告書」商事法務1275号32頁参照。

相場操縦を消極的に解すべきと指摘している<sup>(36)</sup>。しかし、このような行き過ぎた大量推奨販売行為が、証券市場において公正な価格形成機能を損なうおそれのある行為であるため、当該行為自体の発生を防止する見地から、証券取引法は、勧誘行為規制の整備を行ない、証券会社の大量推奨行為を禁止することが適当であると指摘される<sup>(37)</sup>。

東京地裁平成6年2月15日判決においては、証券会社は特定かつ少数の銘柄につき、それが仕手性の強い株式であることを知りながら、全社の方針として顧客に買い付けを勧誘することが、証券市場に公正な価格形成を損なうおそれがあるものとして、証券取引法50条1項5号の禁止するところであるとしている。また、同地裁は、当該証券会社が顧客に断定的判断の取引情報を提供し、投資勧誘を行なった場合、当該顧客が証券取引を委託し、損害を被らせられたときに、基本的には証券会社の不法責任を認めるべきであると判断した<sup>(38)</sup>。

### 第3節 投資勧誘における自己責任原則と投資者保護の役割

自己責任とは、近代法において確立された私的自治の原則に基づき、人が自己の行為については責任を負うという一大法則である。この自己責任の原則は、資本主義の下での経済発展を支えているものと思われる。すなわち、個人の自由を保障する社会では、個人の判断により危険な行為をすかどうかは自己の自由であるため、当該危険が現実化した結果についても、各自がこれを負担することであるということが当然であると考えられる<sup>(39)</sup>。

証券取引も商品取引も、自己責任の原則のもとに、投資者自身の判断と責任で行なわれるべきものである。これは、投資者の自己責任と言われる。すなわち、証券・商品市場における投資決定は、証券会社または商品取引員でなく、顧客である投資者自身の判

---

<sup>(36)</sup> 平成4年1月20日証券取引審議会・不公正取引特別部会中間報告「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について」参照。

<sup>(37)</sup> 平成4年1月20日証券取引審議会・前掲報告（註36）参照。なお、証券取引研究会・前掲報告（註20）54頁は、証取法50条1項5号における過当推奨販売行為の禁止は、健全性省令で予防的監督命令の対象をルールの明確化とするために、省令事項から法律へと移行するものである（山田）。

<sup>(38)</sup> 東京地裁平成6年2月15日判決（判例時報1525号87頁）参照。

<sup>(39)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為（再論）」判例タイムズ877号16頁参照。

断においてなされるものである。一方、取引市場における証券・商品価格の形成により、利益を得たり、損失を負担したりする結果も、証券会社または商品取引員でなく、投資者に帰属するということである。

自己責任原則は、証券・商品取引における投資者保護の理念とともに、顧客に投資責任を求めなければならないと言われる。すなわち、この投資者保護においては、「買主注意せよ (caveat emptor)」の代わりに、「売主注意せよ (caveat vendor)」が証券・商品取引の基本原則であり、それが公正な取引を要求している法の目的であると、龍田教授は指摘する<sup>(40)</sup>。

また、神崎教授が指摘しているように、投資者の保護は、「投資者がその自由な責任と判断で公平かつ公正な証券取引を行なう機会を確保することを目的とし、投資者の自由な責任と判断による証券取引を妨げる不当な行為を排除することを目的とするもの」である<sup>(41)</sup>。資本市場における経済の民主的運営の理念に基づき、証券取引法および商品取引所法は、投資者保護のための特別目的を有し、証券・商品市場における取引行為を規制するのである。

証券取引または商品取引においては、一般投資者が証券会社または商品取引員などの専門家の勧誘や助言によって取引を行なうことが多い。そのため、法は、市場仲介者である証券会社および商品取引員に対し、公正な市場取引の確保および一般投資者の利益を不当に侵害されないように、不当勧誘の禁止行為を設けているのである<sup>(42)</sup>。

証券会社および商品取引員は、証券・商品取引を担う専門家的な主役であり、投資者と証券・商品市場と結ぶ唯一の媒体である。そして、証券・商品取引において委託契約の観点から見れば、受託した証券会社または商品取引員には委託の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって委任事務を処理することが要請される（民法644条）。しかし、証券・商品市場には取引競争が激しい。もしも、証券会社または商品取引員は委託手数

---

<sup>(40)</sup> 龍田・前掲書（註5）28頁参照。

<sup>(41)</sup> 神崎・前掲書（註1）35頁参照。

<sup>(42)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註1）316頁、竹内＝道田＝龍田＝前田＝手島・前掲書（註3）529頁（龍田）、蓮井良憲「証券取引と投資者保護」『新版企業・経営と法』（有斐閣・1983年）145頁、神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座（6）』（日本評論社・1991年）157頁参照。

料を稼ぐために、自らの営業利益を優先させ、不適な勧誘行為をした場合、投資者の自己責任原則を歪めることのみならず、証券・商品市場に対する投資者の信頼性が損なわれる結果となった可能性が極めて高くなるとされる<sup>(43)</sup>。

なおさら、証券会社または商品取引員が市場仲介者のため、市場情報に接近し、当該専門家的地位を悪用して顧客に投資勧誘を行なった場合には、証券・商品市場におけるスキャンダルが発生しやすく、大きな社会問題となると考えうる。とりわけ、金融商品の新開発とともに、証券・商品取引が多様化と複雑化となり、投資者は、新たな投資活動を参加するため、当該取引に関する専門知識、経験ないし情報を市場仲介者に依頼していることが一般的である。この証券・商品取引の新実情と変化、およびそれに伴い当該取引に関する専門性または危険の態様等に対応するために、市場仲介者である証券会社または商品取引員が顧客に対し適切な投資勧誘を行なうよう、とりわけ当該取引に関する情報提供が一層重要になるものと考えられる。

平成4年証券取引法の改正においては、証券会社に誠実・公正義務を明文化した。この誠実・公正義務は、投資者の自己責任の原則と矛盾するものでない、また、それによって、証券・商品市場における自己責任の原則に積極的に役割を果していると思われる。すなわち、市場仲介者である証券会社または商品取引員が、誠実かつ公平に投資勧誘を行なうとすれば、顧客は自由の意思に基づいて、自らの投資判断をすることが自己責任の原則に合致しているということである。これこそ、投資者保護に真の意義があると思われる<sup>(44)</sup>。

---

<sup>(43)</sup> 神崎克郎「資本市場」『証券取引の法理』（商事法務研究会・1987年）27頁は、証券勧誘が証券業務の一環であるが、もしも証券会社が営業収益の確保のために、投資者に利益に合致しない証券会社の収益偏重の営業姿勢を不当なものとするれば、投資勧誘の規制が必要になるとしている。

<sup>(44)</sup> 神崎克郎「証券業者の行為規範の見直し」ジュリスト977号38頁参照。

なお、森本 滋「不公正取引の規制」商事法務1294号16頁は、証券会社が営業活動を行なうにあたり、すべての顧客に対して誠実かつ公正に対応する法的要請は、投資者の自己責任原則の徹底を図ることであるとされている。

## 第4章 日本における理論モデルの検討

市場仲介者である証券会社および先物業者は、証券・商品取引における市場参加者層の拡大に積極的な主役である。投資勧誘の効果としては、一般投資者に対して、証券・商品取引の投資意欲を生じさせる促進作用がある<sup>(1)</sup>。しかし、証券会社または先物業者は、企業間の競争に勝ち抜くために、勧誘活動を行き過ぎ、顧客に適切な投資勧誘を行わず、しばしば顧客が市場仲介者の投資勧誘に応じ、大きな被害を被らせられる結果になる。このような投資勧誘は、単に顧客個人の利益侵害をもたらしてきたのみならず、市場仲介者の信頼を損ない、さらに証券・商品取引における投資者の離反を導く悪影響も考えられうるという<sup>(2)</sup>。

証券・商品取引は高度の専門性・複雑性を有するという側面を考慮して、証券取引法および商品取引所法は、証券・商品市場の秩序を維持するため、証券会社または先物業者に対する投資勧誘の禁止規制を設けて、市場仲介者の投資勧誘が公正かつ妥当に行なわれるようにすることが法目的にあり、それは投資者保護の一環である<sup>(3)</sup>。また、一般投資者の投資決定が証券会社または先物業者の勧誘行為に基づき、行なわれる場合を鑑みれば、投資勧誘に関する法規制は、証券・商品市場の公正性、信頼性および健全性を維持するため、とりわけ市場仲介者としての役割を確保することには欠かせないものであると考えられる<sup>(4)</sup>。ところが、この不当勧誘の問題は、今なお絶えず、証券会社または先物業者の投資勧誘をめぐって証券・商品取引の投資被害がさらに深刻な事態として、

---

<sup>(1)</sup> 山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）319頁、神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座（6）』（日本評論社・1991年）157頁参照。

<sup>(2)</sup> 龍田 節「証券売買の勧誘」法学教室157号57頁参照。

<sup>(3)</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣・1984年）316頁、神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院・1987年）362頁、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣・1993年）90頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会・1995年）235頁参照。

なお、神崎克郎「商品取引所法逐条解説（96）」商品先物市場昭和62年6月号20頁参照。

<sup>(4)</sup> 神崎・前掲論文（註1）158頁は、証券・商品取引に関する投資勧誘規制は、不実の表示による勧誘規制、顧客の冷静な判断を妨げる表示による勧誘規制、顧客に適用しない取引の勧誘規制、一任勘定取引の勧誘規制に大別するとしている。

依然発生しているようである。

### 第1節 民法上の不法行為法論と契約法論の交錯

日本では、証券会社または先物業者の不当な投資勧誘により、顧客が当該取引に関して損害を蒙ったとき、民事上の救済としては、裁判例が指摘しているように、歴史的には禁止規制違反の勧誘により締結された委託契約の効力を否定し、契約上の債権・債務関係を無効にさせることが不当勧誘訴訟の原点であったという。すなわち、当該委託契約の効力について、裁判例の見解は、この契約が何ら公序良俗に反するところなく、かつ詐欺行為として取消され、あるいは要素の錯誤として無効となるのでないかぎり、その私法上の効力は否定されるべきではないという傾向がある<sup>(5)</sup>。ただし、不当勧誘による委託契約の効力は否定されないが、証券会社または先物業者が当該契約に基づく委託手数料・証拠金を請求することは、商取引上の信義則に違反するため、法により許されないとしている<sup>(6)</sup>。

勧誘禁止規制に違反した場合の不当勧誘に関して、証券会社または先物業者に民事責任を追及するには、証券取引法および商品取引所法に特別な規定がないため、「民法の一般論に従い、委託契約の効力を否定したり不法行為または債務不履行と構成すること」が検討されるべきと指摘されている。さらに、裁判例には、当該委託契約自体は有効としつつ、不当勧誘行為は違法性を有し、不法行為法上の責任が成立するという見解が定着し、顧客が証券会社または先物業者に対し損害賠償の請求を認める「不法行為法の理論」が展開しているようである<sup>(7)</sup>。

このような不当勧誘事件における裁判例の見解では、単に投資勧誘規則の違反が直ちに私法上の違法性を意味しないとしているが、私法上の違法性の実質、勧誘規則の違反との関係、証券会社および先物業者の注意義務の内容・性質やその根拠、違法性の判断

---

<sup>(5)</sup> 名古屋消費者問題研究会『判例消費者取引法』（商事法務研究会・1992年）223頁、清水俊彦「投資勧誘と不法行為」判例タイムズ853号24頁参照。

<sup>(6)</sup> 神戸地裁伊丹支部昭和46年10月14日判決（判例時報652号75頁）、札幌地裁昭和55年3月28日判決（判例時報981号17頁）参照。

<sup>(7)</sup> 清水・前掲論文（註4）24頁参照。

基準などについて把握することが、不法行為法論の基礎であるとしている<sup>(8)</sup>。とりわけ、証券会社または先物業者の不当勧誘により、取引上の損害を被った投資者にとって、裁判例の不法行為法論は、投資被害の救済を図るための可能性を有し、不法行為法の柔軟性を十分に現わしているようであると指摘される<sup>(9)</sup>。

しかし、投資勧誘をめぐる紛争の発生には、当該両当事者の取引交渉段階に問題が存在すると思われる。龍田教授が指摘しているよう、投資勧誘については、証券会社および先物取引業者の市場仲介者と一般投資者の顧客との間に、証券・商品取引に関する知識、経験、能力、および取引情報の格差のあること、いわゆる「市場仲介者の優位性」が問題点である。すなわち、委託契約の締結のための投資勧誘問題においては、最初から両当事者間は非対等的であることこそ、投資者の保護に重要な課題の一つである<sup>(10)</sup>。したがって、顧客が投資勧誘に基づいて投資決定をして、委託契約を締結するに至っている場合には、契約締結上の接触側面から投資勧誘の問題を検討し、市場仲介者の契約責任を評価することが有益であると思われる。

投資勧誘は、契約締結のための誘引行為である。この契約的接触である投資勧誘段階において、顧客は財産上の保護法益を侵害され、不測の投資被害を与えられたために、証券会社または先物業者に対し、民事上の責任を追及すべきであると思われる。しかし、不当勧誘に関する民事責任といえ、不法行為の責任であるか、債務不履行の契約責任であるか、または両者が交錯し競合する一個の問題になるのであるかが問題となる。一般論として、不法行為によるものである。とりわけ、日本における不法行為責任の法理論は、現代社会に対応し、一般市民間において特別の契約関係が立っていない高度化・複雑化の「権利侵害」問題を規律するために、新たな不法行為の理念・法的技術を整備し発展しているのである<sup>(11)</sup>。

しかし、不当勧誘の民事責任については、契約法上の考察が適当であると思われる。

---

<sup>(8)</sup> 清水・前掲論文（註4）29頁参照。

<sup>(9)</sup> 山下・前掲論文（註1）340頁参照。

<sup>(10)</sup> 竹内昭夫＝道田信一郎＝前田 庸＝龍田 節＝手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）529頁参照（龍田）。

<sup>(11)</sup> 奥田昌道「契約法と不法行為法の接点」『民法学の基礎的課題（中）』（有斐閣・1974年）209頁、林 良平「契約責任の構造」『谷口知平先生追悼論文集（2）：契約法』（信山社・1993年）2頁参照。

すなわち、まず投資勧誘の場合には、無関係の立場にある者相互の紛争を予定する不法行為と違い、とりわけ一般投資者の顧客は、証券会社または先物業者の信頼関係に立っていることから鑑みれば、当事者間に緊密な関係が存在していること、また契約が有効に成立したうえで、両当事者は契約目的の実現に向かって、協力すべき債権・債務関係の状況が存在することを検討すれば、不法行為の法的救済に限定するよりも、契約責任の法理論に基づき、不当勧誘の問題を解決する考え方が妥当である<sup>(12)</sup>。

なお、奥田教授は「契約の前または契約の締結にさいして、他方当事者に対する関係で取引上必要な注意を払わなかった者は、損害賠償義務を負う」との法命題に依拠し、「契約締結上の過失」理論の民事責任を展開するものである<sup>(13) (14)</sup>。

## 第2節 投資勧誘における説明義務の新課題

バブル経済の象徴の一つであるワラントは、株市場の相場動向に従い、新株引受権を行使するか、または権利行使の代わりに、ワラントを売却し譲渡益を得るかができ、ハイリスク・ハイリターンという投機性が強い投資商品である。しかしながら、1990年後半、バブル経済の崩壊と同時に、証券市場の暴落は、ワラントが無価値な紙屑となった主要な原因である。90年代、ワラント訴訟を中心にして、投資者は、市場仲介者が新しい金融商品を勧誘、販売する際の説明義務を違反したことを理由とし、証券会社に損害賠償責任を追及する、いわゆる投資勧誘事件が急増している<sup>(15)</sup>。

このような説明義務違反のための投資損害事件においては、最近では証券会社だけで

---

<sup>(12)</sup> 乾 昭三＝長尾治助『新民法講義（1）：契約法』（有斐閣・1988年）216頁参照。

<sup>(13)</sup> 奥田・前掲論文（註11）223頁参照。

<sup>(14)</sup> 証券取引研究会「平成4年証券取引法の改正について（4）：証券業務の規制（1）」インベスメント1993年10月号47頁は、河本教授が異なる見解を持っている。すなわち、河本教授は、日本の裁判所は「契約締結上の過失」の理論より、むしろ不法行為法の理論を柔軟的に適用し、投資勧誘めぐりの紛争を解釈すべきである。また昭和62年三和銀行のインパクト・ローン事件における裁判所の理論は、もはや信義則の違反のため、原告に損害賠償請求を認めるようになったとしている。

<sup>(15)</sup> 森田 章「新株引受権証券と投資者保護」同志社法学45巻1・2号169頁、山下友信「証券投資の勧誘と説明義務：ワラントの投資勧誘と中心として」金融法務事情1407号27頁、松原正至「投資勧誘における自己責任原則・適合性原則・説明義務：ワラント訴訟を契機として」島大法学38巻4号37頁参照。

なお、新株引受権附社債については、上柳克郎＝鴻 常夫＝竹内昭夫『新版注釈会社法（11）：社債（2）』（有斐閣・1989年）127頁参照（鴻）。

なく、生命保険会社、銀行などの広く金融機関が顧客に対し、デリバティブの新種金融商品を勧誘・推奨・販売する際にしての大きな問題となるようである<sup>(16)</sup>。

この新しい金融商品の開発と同時に、当該取引に関する専門的知識、能力および情報量が著しく偏在しているため、両当事者には契約上の地位が不均衡であることが指摘されている<sup>(17)</sup>。すなわち、銀行の新種金融商品と生命保険会社の変額保険をめぐる不当勧誘の紛争と共通するワラント訴訟においては、証券会社が当該投資商品のリスク、いわゆる相場変動商品であることに十分説明せず、顧客に勧誘したかどうかという比較的狭義の説明義務違反を主要な争点として、民事責任を問われているのである<sup>(18)</sup>。

東京地裁平成6年6月30日判決が指摘しているように、オプション取引は株価市場全体の動向についての正確・迅速な判断能力が必要となり、投資者にとっては、当該取引は利得と同時に損失を拡大する危険性が高い投資商品である。さらに、同地裁は、これを前提として、証券会社が顧客に対し、説明書を交付せず、口頭で値動き等について概括的な説明をすることは、当該商品に関する説明が不十分であると指摘し、当該証券会社が契約上の義務に違反した者として債務不履行の責任を免れられないと判示した<sup>(19)</sup>。

山下教授によると、市場仲介者が顧客に対して、必ず儲かるという断定的判の情報提供または利益保証・損失補填的言辞のような勧誘行為は、不当であるという。ここでいう不当勧誘は、当該商品に関する取引の性質、仕組み、およびリスクの説明を懈怠した場合が多く、実質的には説明義務違反と同一の問題であると言われる<sup>(20)</sup>。そして、同教授は、不当勧誘が説明義務に違反したことを実質的な理由として、市場仲介者に不法行為法上の責任を肯定する裁判例の法理は、「より細かい判断基準が形成途上であるこ

---

<sup>(16)</sup> 松本恒雄＝堀 裕＝峰崎二郎＝福島良治＝長谷川俊明「座談会：金融取引における説明義務とは何か」金融法務事情1407号50頁参照（長谷川発言）。

<sup>(17)</sup> 松本＝堀＝峰崎＝福島＝長谷川・前掲座談会（註16）54頁参照（堀発言）。

<sup>(18)</sup> 山下・前掲論文（註15）29頁参照。

<sup>(19)</sup> 東京地裁平成6年6月30日判決（判例時報1532号82頁）参照。

<sup>(20)</sup> 山下・前掲論文（註15）33頁参照

とができる」と指摘している<sup>(21)</sup>。

投資者である顧客が市場仲介者を信頼しているという事実を認めて、その信頼を保護すべきであるという裁判所の考え方にに基づき、説明義務または情報提供義務を課すことが、理論的には首肯し得ると指摘される。しかし、十分に説明をしなかったことが作為義務違反となるかどうかについて、この説明義務には顧客がどのような信頼をなしたのか、および説明義務違反が違法に該当するという程度に、法的保護に値するものであるかどうか、ということをもまず検討する必要があると言われる<sup>(22)</sup>。

また、投資勧誘の説明義務について、その法律上の存在には懐疑的な見方も強いようである。すなわち、法的禁止義務に対し、この説明義務は法律上の根拠や内容がかならずしも明確なものではないということ、また「自己責任原則」のもとでは、説明義務の存在を認める余地がないではないかということが指摘される。さらに、市場仲介者の投資勧誘自体が自由であることに対して、そのような説明義務は矛盾するのではないかという疑問もあるようである<sup>(23)</sup>。

それにもかかわらず、説明義務の問題は潮見助教授が以下に指摘しているように、重要な意義がある。すなわち、投資者の自己判断・決定による自己責任の原則という視点から、市場仲介者の投資勧誘には、契約上の当事者関係をとらえたうえで、利益追及活動に関しての顧客の自己決定権が、説明義務が補強的に働くものとしている。そこで、自己責任原則に基づき、取引関係を考慮に入れての信義則に支えられた投資勧誘の説明義務・情報提供義務の意義が大きいと言われる<sup>(24)</sup>。

そして、平成7年5月26日金融制度調査会基本問題検討委員会は、「金融仲介機能の新たな展開への対応」として、報告書を取りまとめた。同報告書は、金融自由化にともな

---

<sup>(21)</sup> 山下・前掲論文（註15）35頁参照。

なお、清水・前掲論文（註4）33頁は、顧客によって理解の程度や能力に差があるために、説明義務の違反がいわば不作為による違法の問題とされるから、不法行為法上の義務となりうるのか、また説明義務の内容ないし説明の範囲や程度は何かなど、説明義務の理論構成は、作為による義務違反に比べて一層難しいと指摘している。

<sup>(22)</sup> 川村和夫「ワラント取引と説明義務」判例タイムズ883号60頁参照。

<sup>(23)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為（再論）」判例タイムズ877号15頁参照。

<sup>(24)</sup> 潮見佳男「最近の裁判例にみる金融機関の説明・情報提供責任」金融法務事情1407号17頁参照。

い、顧客の自己責任原則の下で創意工夫を生かした金融商品・サービスの提供という側面から、金融機関には、当該商品内容の説明の充実を図っていく必要があると提言している<sup>(25)</sup>。説明義務の問題は、顧客が内容を理解するように、当事者の平等な取引を実現するための要請にとって法的意義が大きく、ひいては投資者の自己責任原則の理念に合致できる重大な新課題であると思われる。

---

<sup>(25)</sup> 平成7年5月26日金融制度調査会基本問題検討委員会中間報告書「金融仲介機能の新たな展開への対応」参照。

## 第四編 台湾における投資勧誘規制の現状と問題点

## 第1章 証券・商品市場規制の考察

### 第1節 証券・商品取引における市場仲介者の規制

#### 1 証券市場

証券市場の整備については、50年代の台湾政府が企業資本の活性化および工業建設の発展をすすめるために、集中的取引所の成立を証券市場の改革とともに、主要な経済建設の方針とした。そして、米国籍の証券取引顧問 George Ferris が「台湾建立証券交易所研究報告」を提出し、その研究報告に従い、1960年に最初に証券管理委員会を成立し、翌年台湾証券取引所が発足した。

1968年に成立した証券取引法は、証券管理委員会が日・米両国の証券取引に関する法律を模範として、制定されたものである。これによって、証券市場に上場する証券の発行・取引に関する法的規制、および証券取引機関の管理規制が完備されてきたのである<sup>(1)</sup>。

その証券市場に関する法的規制は、いわゆる「取引所集中原則」による証券市場の売買取引を規制するのみならず、証券取引に関する法の立場からいえば、国民経済の適切な運営および投資者の保護を目的としているものである。それは、田中耕太郎教授が指摘されるように、取引所特有の「干渉主義」を基礎として、証券取引の法制を成立させたものである<sup>(2)</sup>。そこで、証券市場の機能を円滑にするため、中心的役割を果たしているのが証券会社である。したがって、法は証券会社に対する監督を重点的に規制している。そのことは、「証券取引業務を営む証券会社に要請されることは、産業資金の供給という資本市場における自己の役割を適性に果たし、投資者には良質の投資物件を選別して提供するとともに、自己売買は流通市場の深みを維持するのに必要な範囲で節度を

---

<sup>(1)</sup> 台湾証券市場の成立および発展については、『中華民國証券市場（民国82年版）』（中華民國証券暨期貨市場發展基金會・1993年）18頁、余雪明『証券管理（修訂本）』（国立編譯館・1983年）225頁参照。

<sup>(2)</sup> 田中耕太郎『取引所法』（日本評論社・1939年）28頁は、取引所特有の干渉主義については、組織法的原理に由来するものとしている。

保ち、ブローカー業務においては、顧客の注文を安全確実に実行し、また顧客の財産を安全に管理することである」と、龍田教授が指摘されている通りである<sup>(3)</sup>。

そこで、証券会社に関する台湾の証券取引法規制について概観してみれば、以下のようである。

台湾では、証券会社については免許制が採用されることになっている（証券交易法44条）。1960年代の台湾証券取引所の成立に当たっては、証券市場が小規模のため、証券会社の経営は大衆から注目されなかった。一方、証券市場においては、証券会社の設立が多ければ多いほどよいと思われず、むしろ市場における「悪性」の業務競争を防止するためにも、政府は証券行政政策とともに、法に免許制を定めたわけである<sup>(4)</sup>。免許制においては、証券取引の主務大臣は、証券業務の許可を審査するときに、不適合者をあらかじめ排除すること、さらに証券業務に証券会社の不健全な状況があったときには、是正命令を発することができとされている。そのために、証券会社の免許制は、高度の証券監督行政の予防的な効果を期待されていると言われる<sup>(5)</sup>。

ところが、1973年財政部（大蔵省相当）による証券会社設立の不受理政策が取られ、証券業務の許可についての行政裁量が不透明のまま推移したため、これが大きく一般の批判を受けるものとなってしまった<sup>(6)</sup>。ついに、1988年証券取引法の大改正とともに、「証券商（＝証券業者）設置標準」が定められるのである。これで、主務大臣の財政部証券管理委員会による証券会社の許可に対しては、行政裁量の透明性という問題に代わり、証券市場における証券会社管理の複雑化が新しい問題点となるわけである。この点については、証券管理委員会は「証券商管理規則」を制定して、今後の証券会社の管理

---

<sup>(3)</sup> 竹内昭夫＝道田信一郎＝前田 庸＝龍田 節＝手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）533頁参照（龍田）。

<sup>(4)</sup> 頼英照「証券交易法修正条文逐条釋義」実用税務189巻98頁参照。

<sup>(5)</sup> 証券市場發展基金會專題研究報告『我国証券市場之運作與發展』（1992年）386頁、堀口 亘「証券会社と投資顧問の規制」『アメリカと日本の証券取引法（上）』（商事法務研究会・1975年）262頁参照。

<sup>(6)</sup> 頼英照『証券交易法逐条釋義（1）』（三民書局・1987年）352頁は、証券市場における証券会社の新規参入の禁止については、既設立の証券会社が「過度保護」の異常状態にあると指摘している。

したがって、台湾証券市場の發展を図るために、とりわけ金融自由化の時代においては、現行の禁止政策は証券会社設立の規制緩和として検討すべき問題としている。

に対応するものと考えられる<sup>7)</sup>。

その「証券商管理規則」は、証券取引法44条4項に基づき、主務省令として定められる。同規則の目的としては、証券市場における証券会社の健全な業務経営を保持するとともに、投資者の保護を図るために証券会社の財務状況と営業行為を具体的に規制するものである。

## 2 商品市場

先物取引制度が整備されるにつれて、台湾は金融自由化時代に対応するために、取引禁止規制を緩和する方向に進んだ。すなわち、1988年經濟部（＝通産省相当）によって「大宗物資自由進口」なる貿易開放政策が実施されて以来、外国貿易関係者を始めとする業者が、国際市場に取引商品を大量売買する際に、先物取引を利用し、商品相場による価格の変動リスクを回避することが認められることになった。

先物取引制度の合法化は、まず先物取引の運用における商品価格の相場変動に対するリスク・ヘッジの手段として、企業に提供されるものである。そこで、「地下」金融活動対策の一つとして、先物取引を法の規制に服せしめるという取締政策が、その合法化の目的にある<sup>8)</sup>。

ところで、商品市場における先物取引というものは、主に清算取引を中心として、いわば差金決済の取引制度によって行なわれるわけである。すなわち、そのような先物取引の契約は、「将来の一定時期に商品とその対価を受渡しによって決済することを目標としながらも、受渡時期までの間に反対売買（売契約は買戻し、買契約は転売する）を行なって、当初の契約値段と反対売買による仕切値段との差額を支払または受け取る決済方法を制度として認めた取引」であるため、現物取引と違い、反対売買による差金決済が自由に行なえることが取引の特徴と言われる<sup>9)</sup>。しかしながら、もしも商品市場の参加者が相場価格の差額を取引の対象とすれば、台湾の司法見解は、それが「買空売空（空買い、空売り）」の行為であるとして、市場の価格差額を対象とする取引契約であ

---

<sup>7)</sup> 「証券商設置標準」財政部証券管理委員会1988年5月17日（77）台財証（二）第2853号、「証券商管理規則」同部会1988年11月24日（77）台財証（二）第09467号。

<sup>8)</sup> 専庭禎「浅論国外期货交易之開放」財税研究23卷7号8頁参照。

<sup>9)</sup> 荒井 勇＝原 信『先物取引（第2版）』（有斐閣・1986年）17頁参照。

る賭博の一種であるとみなし、この売買契約は無効になると考えられている<sup>(10)</sup>。

このような司法見解は、商品市場の発展につき極めて大きなマイナス影響を及ぼすだろうと考えられる。

経済部（＝通産省相当）商業司の研究報告においては、台湾における先物市場の発展および管理は、台湾に独特な経済体系が必要と考え、まず海外先物取引の管理制度を整備してから、その後国内先物市場の成立、ないし先物取引制度の育成と発展を期することが必要であると指摘されている<sup>(11)</sup>。このようにして、海外先物取引法は、先物取引委託業者の健全管理制度を法的目的として、1992年に制定されたものであり<sup>(12)</sup>、同時に、同法7条2項に基づき、「期貨經紀商（＝先物仲介業者）設置標準」、および「期貨經紀商管理規則」が相次いで成立した。これによって、法は先物取引仲介業務の管理に関し、健全な取引市場の運営が期待されうることにより寄与するわけである<sup>(13)</sup>。

さらに、立法院（＝国会相当）経済・財政・司法委員会では、海外先物取引法の可決につき、国内先物市場を育成するための付随議案が以下のように作成されたのである。すなわち、早期国内先物市場制度の整備のために、内閣は、海外先物取引法の成立時点より6か月以内に国内先物取引法草案を国会で審議するため送付すべきであるとされている<sup>(14)</sup>。

この決議に従い、1993年財政部は、証券管理委員会が提出した先物取引法草案に基づき、国民個人または企業の資産運用のため、近い将来株価指数、債券、為替、金利およびそのオプションなどを始め、それらを対象とする商品市場の取引・管理制度の体系を構築しようとする。

---

<sup>(10)</sup> 最高法院（最高裁）民國18年上字第818号判例、同民國19年上字第438号判例、同民國22年上字第3213号判決参照。

<sup>(11)</sup> 專庭禎『商品期貨交易研究』經濟部商業司叢書（15）151頁参照。

<sup>(12)</sup> 国外期貨交易法1条は、經濟國際化の需要に順応し、先物業の管理と発展を健全に促すことが、法の目的としている。

<sup>(13)</sup> 「期貨經紀商設置標準」、「期貨經紀商管理規則」財政部証券管理委員会82年1月8日台財証法第00050号。

<sup>(14)</sup> 立法院第89会期第35次會議附帶議決『立法院公報』第81卷第50期院會記錄56頁参照。

## 第2節 市場仲介業務に関する行為規制の整備

### 第1款 営業規制と行政監督の体系

証券会社に関する管理制度については、台湾は日本の法制を模範として、法的規制を整備した。すなわち、証券市場業務の免許制の下では（証券取引法44条）、まず証券会社については、その財務的基礎の健全性・人的構成の適合性が免許審査の裁量上の要件となり（同法48条、53条、54条）、また証券会社の経営姿勢が証券市場における取引にとって、その公正性・信頼性に大きく影響するため、財政部証券管理委員会は証券会社の行為規範に法的根拠を与えるとともに、その行政的指導・監督体制を強化することになっている。

これに対して、商品市場の先物業者も免許制度の下に置かれ、主務機関の業務管理に従わなければならないとされている（国外期貨交易法6条、国内期貨交易法草案42条）。

1980年、行政院の「健全当前証券市場実施要領」に基づき、証券取引法に関する長期的な検討を経て、1988年証券取引法の大改正が行なわれ、この法改正においては、証券会社の管理制度が大幅に調整されるとともに、とりわけ証券市場における証券会社の業務機能および管理体制の促進が重点の一つでもあった<sup>(15)</sup>。

すなわち、証券会社に関する台湾の証券取引法制にあっては、その特色は免許制をはじめ、主務機関による行政監督の体系にあるといえる。そもそも免許制度の採用は、証券取引の事情に照らし、証券市場の公正および投資者保護の確保のため、証券業を営む証券会社の業務および経営内容の適正を期し、監督の徹底を図ることにあると言われる<sup>(16)</sup>。このために、事前の免許審査を除き、証券会社の営業姿勢につき、もしも市場秩序および取引安全を損なう恐れがあった場合、証券管理委員会は、その状況に相応しい行政処分ができることとしている（証券取引法56条、63条、64条、65条、70条）。これは、いわば行政の事後干渉である。

証券会社に対する行政の事後監督に関しては、その財務および業務状況に関する規制

---

<sup>(15)</sup> 頼源河「証券商之管理」証交資料319巻1頁、蘇松欽「我国对証券商之管理（上）」証券管理7巻1号8頁参照。

<sup>(16)</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法（新版）』（有斐閣・1984年）292頁、神崎克郎『証券取引法（新版）』（青林書院・1987年）326頁参照。

がある。前者は、証券会社に財務状況の健全性を保持するような要請であり、これに対して、後者は証券会社に業務執行の適正性の確保を要請するものである。また、これは、証券会社の免許制に基づき、証券会社が証券業務を健全に遂行することによって、国民経済の健全な発展に寄与するのみならず、証券取引の公正および投資者の保護に重要な意味を有していると思われる。とりわけ証券会社に対する証券業務の営業規制、証券投資の普及、証券市場の拡大とともに、証券取引に対する法的政策から言えば、その業務規制は、投資者保護に極めて重要な課題である<sup>(17)</sup>。

証券会社の業務規制につき、台湾には、「証券交易法」、「証券商管理規則」および「証券商負責人與業務人員管理規則」があるが<sup>(18)</sup>、証券行政の管理体系からみれば、その業務規制を定める目的としては、証券市場の仲介機関として業務経営の適正性を保つためであり、その規制の対象として、証券会社の業務内容と営業行為があると考えられる。

(一) 業務内容については、法は証券会社に対する証券業務の専業主義と職能分離の制限（証券交易法45条1項、2項）、会社の資産運用の制限（同法同条3項）、および信用取引の禁止（同法60条1項）などが挙げられる。

#### (1) 証券業務の専業主義と職能分離制度

台湾では、原則として銀行・証券分離制度に基づき、証券会社は専業主義であり、すなわち、証券会社が証券業務以外の「兼業」をすることは認められていないことを証券取引法の基本政策としている（証券交易法45条1項）。

証券業務の経営は、証券会社の主要な営業範囲とされている。もし、証券業務以外の「兼業」を認めるとすれば、証券会社は企業利益の追及のため、本来の証券業務を疎かにするおそれがあり、または他業の経営リスクが証券業務の経営に影響を及ぼす恐れがあると考えられる。証券業務の健全性を確保するためには、証券市場における重要機関

---

<sup>(17)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）316頁は、証券取引における投資者の保護には、顧客に対する投資の勧誘態度、委託注文の執行方法等、証券会社の営業態度の健全性の確保ということが不可欠の要件とする。

<sup>(18)</sup> 「証券商負責人與業務人員管理規則」財政部証券管理委員会1985年9月24日（74）台財証（二）第01119号。

である証券会社においては、その証券業務を専業とすることが重要なポイントであり、この意味で法的規制を行なうことは有意義であると指摘されている<sup>(19)</sup>。

そして、証券取引の業務行為につき、証券会社は職能分離の規制に従わなければならないとする原則がある（同法45条1項）。この職能分離規制においては、証券取引の引受、自己売買、および受託売買を行なう証券業務の許可毎に、証券会社は職能的に働いていることである（同法16条）。

しかしながら、河本教授が指摘されるように、同一の証券会社が各種の証券業務を総合的・多角的に経営することは、一面においては収益源を多角化することによって証券会社の経営の安定、営業力の拡大に資するという利点はあるが、他面において、投資者の保護および証券市場の健全な発展という見地から、若干の問題、とりわけ証券会社と顧客との利益相反という点が慎重に検討しなければならない課題として残される<sup>(20)</sup>。

すなわち、市場仲介の受託業務を営む証券会社が、同時に自己売買業務が認められる場合、受託売買業務において委託者の信頼関係を悪用し、顧客の利益を犠牲にし、自己売買業務を有利にする恐れがあるのみならず、もしかりにその証券会社が自己売買業務の失敗や行き過ぎによって財務状況が悪化した場合には、受託業務における顧客の証券や預かり金が危険に晒される可能性も有りうると思われるからである。なお、受託営業を営む証券会社は、同時に証券引受業務が認められたとすれば、自己の引受業務が停滞している場合、受託業務の委託者にその利益に反して、これを売り込むなどが考えられ、結果としては、証券会社が受託業務を利用して、引受業務に伴うリスクを顧客に不当に転嫁する可能性があるとも言われる。さらに、証券会社は同時に受託売買業務、自己売買業務、および引受業務の許可を得て、証券業務を営む場合には、受託業務の機能の利用による引受業における無責任な引受や、自己売買業務の機能と受託売買業務の機能の結びつきによる多量販売や価格操作が行なわれがちである。これらの業務行為は時により証券市場の基本的機能に大きな影響を及ぼすと指摘されている<sup>(21)</sup>。

---

<sup>(19)</sup> 頼源河「証券商之管理」証交資料322号1頁参照。

<sup>(20)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）249頁参照。

<sup>(21)</sup> 大蔵省証券局年報（1965年版）69頁は、証券会社の職能分離制度につき、詳しく検討している。

台湾の証券取引法によっては、上述のように1965年日本大蔵省証券局の報告を受けて、原則として証券業務の職能分離規制を採用しているが、例外的に、証券会社の業務執行の管理を規制して、弊害防止の対策にしている<sup>(22)</sup>。

### (2) 会社資産運用の制限

「証券交易法」45条3項は、主として証券会社の資産運用を制限しているものである。それは、証券会社の間に相互投資が認められるならば、市場における証券業務の独占、ないし相場操縦の危険が発生しやすくなるし、また職能分離の管理政策に基づき、証券業務の制限が働かなくなるため、証券市場における取引の公正性および投資者の保護が達成されなくなるおそれがあるからである<sup>(23)</sup>。

そのために、証券取引法が特別規定として、証券会社の資金運用を制限することになっている。そこで、「証券商管理規則」18条は、証券会社についての資金運用を規制しているものである<sup>(24)</sup>

したがって、証券管理委員会は、「証券商管理規則」18条4号に基づき、証券会社の資金運用およびその投資を制限している<sup>(25)</sup>。

### (3) 信用取引の禁止

まず、証券市場は、膨大な資本の集中を通し、株式会社の資金調達と投資者の資産運用の場を提供することにより、資本市場としての役割を果たすものである。しかし、その流通市場における証券取引の「実需給」、いわゆる現物取引は、それだけでは証券流通が円滑に行なわれることは期待できないと指摘される。かえって、それだけでは証券の

---

<sup>(22)</sup> 証券会社の職能分離制度について、その例外は、最近の証券市場の国際化・自由化のもとで銀行業・証券業の規制に新しい対応がなされている。まず主務機関による複数証券業務の許可を取得し（証券交易法45条1項）、証券会社は、「証券交易法」46条に取引資格の明示義務、「証券商管理規則」7条に証券業務の種類による独立作業、いわば「Chinese Wall」の業務制限、同規則42条、43条呑み行為に関する規制に服すべきである。

<sup>(23)</sup> 頼英照「証券交易法修正条文逐条釋義」実用税務170号（1989年2月）104頁参照。

<sup>(24)</sup> 「証券商管理規則」18条によれば、証券会社の資金運用はつぎの項目に限られる。

- (1) 銀行に預金すること。
- (2) 政府債券又は金融債券を購入すること。
- (3) 国債、又は譲渡性預金証書、あるいはコマーシャル・ペーパーを購入すること。
- (4) その他、資金運用が証券管理委員会により、定められること。

<sup>(25)</sup> 「証券商不得轉投資於商業銀行」財政部証券管理委員会1989年12月5日（78）台財証（二）第18012号、「証券商轉投資之規定」同委員会1992年6月1日（81）台財証（二）第01109号。

需給関係に不均衡を生みだしやすく、公正な取引価格を形成することができず、不安定な証券市場を創り出す危険性がある。そこで、証券取引の「実需給」に対し、相当量の「仮需給」を導入するならば、「実需給」の不均衡を調整し、証券市場に適度な深度を与え、市場機能を高めることがどうしても必要となると言われる。それは、いわゆる市場の仮需給を導入することによる信用取引制度である<sup>(26)</sup>。

ところで、台湾においては、証券会社に特殊な事情により、証券会社は原則として信用取引が禁止されている（証券交易法60条）<sup>(27)</sup>。

（二）証券会社の営業方法に関する行為規制は、証券市場における投資者の信頼、取引の公正の確保、および証券業務の社会的信用を獲得するため、証券会社管理の観点から特別に配慮を行なっている。とりわけ、市場と投資者の関係を見るとき、証券会社は多数の投資者を相手にして、証券取引の勧誘を行なうものであるため、証券会社の個別的な営業活動の規制は証券取引において極めて重要であると言われる<sup>(28)</sup>。

証券会社に関する行為規制のあり方につき、鈴木＝河本教授は以下のように指摘される。すなわち、法は「証券市場において中心的役割をはたす証券会社およびその役職員に対して、特に厳しい態度をとって、一般的には違法性があるとか、一般の商業道徳ないし取引慣行からは怪しからぬとはいえないような行為を、証券取引法の目的から、証券会社とその役職員については、特に禁止行為としたのである」<sup>(29)</sup>。

1988年台湾証券取引法大改正の際に、新たに証券会社に関する行為規制の整備のため「証券商管理規則」を制定し、証券会社の営業行為の規範を定めた。この規則によれば、証券管理委員会は証券取引法の規制に従い、証券業務の引受、自己売買および受託売買を分類し、証券会社にかかる分離体制を徹底させ、営業姿勢の健全化を要請する。そのなかで、もっとも投資者保護に関して重要なのは、受託業務にかかわる証券会社の行為

---

<sup>(26)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）448頁参照。

<sup>(27)</sup> 頼（源）・前掲論文（註19）2頁、頼英照『証券交易法逐条釋義（2）』（三民書局・1987年）441頁参照。

<sup>(28)</sup> 神崎・前掲書（註16）361頁参照。

<sup>(29)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）317頁参照。

規制、とりわけ投資勧誘の行為規範である。

「証券管理規則」における投資勧誘の行為規範は、証券取引の複雑性・多岐性に対応するように、証券管理委員会が行政監督の権限に基づき、適正な業務経営の姿勢を証券会社に要請するものである。証券会社に関する投資勧誘の行為規制は、次款において商品市場の規制と対照して、詳しく検討しようと考えている。

証券市場の規制においては、証券取引制度が資本市場においてその役割をはたすために、主務機関の証券会社に対する証券管理の権限を法律上明確し、特有の行政監督体系を構築するものである。そこで、台湾では、証券管理委員会が主務機関として、証券会社の経営状況・法令遵守についての行政的監督権限を有する（証券交易法3条、44条）。証券取引法の規定によれば、証券管理委員会は証券会社に対する報告提出命令・検査権と業務是正権を有することになっている（同法64条、65条）。

台湾証券市場の特殊な事情として、証券会社は、「証券交易法」63条の規定に従い、証券管理委員会に財務状況報告書の提出、公示をしなければならない。その理由としては、証券会社の財務状況が健全かどうかにつき、上場会社の企業情報開示原則の適用の場合と同様に、それが証券会社管理規制の第一歩と言われる所以だからである。なお、証券会社の財務情報開示とともに、証券管理委員会による行政監督として、その命令・検査権、是正権が認められているのは、証券業務の経営を保全するための行政処分を行なうためである<sup>(30)</sup>。

これに対して、商品市場における業務管理の規制、先物受託業務に対するものだけである。現行の海外先物取引法および国内先物取引法草案の規制からすれば、先物業者は、許可制の下で主務機関の行政監督を受け、投資者からの受託取引業務を行なうものである。つまり、先物業者とは、商品市場の仲介業務を担当する商品取引員ということになる。

証券会社の監督・管理制度と比較すれば、先物業者については、その仲介業務のみが対象となるため、業務内容の管理は比較的単純と見られる。ただし、先物取引の特殊性

---

<sup>(30)</sup> 頼（英）・前掲書（註27）499頁、頼（源）・前掲論文（註19）3頁参照。

を投資者保護の考慮に入れた場合、先物業者に対する営業行為の管理姿勢に対する規制は、なお一層慎重に行なわなければならないと思われる。

## 第2款 投資勧誘の行為規範

証券・商品市場においては、一般投資者は取引資格を有する証券会社又は先物業者を通じなければ、証券・商品の取引をすることができない。証券会社および先物業者は、証券・商品の仲介機関として、市場取引において重要な役割を担当して、証券・商品取引業務に従事しているものである。

このために、受託契約の締結に際しての証券会社又は先物業者に対する投資勧誘の行為規範は、最初から最も重要な管理規制の課題である。すなわち、証券会社および先物業者は、証券・商品市場の専門家として、その取引受託業務を営む者であるが、一般投資者と比べれば、証券取引又は商品取引につきその専門的知識、技術および能力の点で契約当事者の地位の不平等が存在する<sup>(31)</sup>。

さらに、この投資勧誘の行為規範において、証券会社および先物業者の営業行為につき特別の配慮を必要とするのが、市場担当者の適正な営業姿勢の要請であり、証券・商品取引における行政管理の観点からする許可制度の採用であると思われる。つまり、許可制においては、人的構成の基準として、証券会社および先物業者が証券・商品取引業務を公正かつ的確に遂行することを期待し、その専門性および信頼性を重視するものである。したがって、投資勧誘の規制は、投資者を保護し、証券・商品市場の公正を確保するために、証券会社および先物業者に対し、「社会的信用」を法的に要請するために必要であると考えられよう<sup>(32)</sup>。

### 一 受託契約の締結における作為義務の明示

#### (1) 説明義務

---

<sup>(31)</sup> 竹内＝道田＝前田＝龍田＝手島・前掲書（註3）529頁参照（龍田）。

<sup>(32)</sup> 日本の証券取引法31条1項および商品取引所法44条1項によれば、主務大臣は証券業・商品業の免許につき、積極的な「人的構成」の基準を要求している。その「人的構成」を判断する際、証券会社又は先物業者は業務を公正・的確に遂行する知識・経験および十分の社会的信用を有するものが必要となる。

「証券商管理規則」33条は、証券会社が顧客と受託契約を締結する際には、「業務員」を派遣し、契約の内容および証券に関する売買取引の手続きを説明しなければならないと規定する。この説明義務は、証券会社の基本義務と言われる<sup>(33)</sup>。

証券会社が顧客に対して、受託契約の内容および証券取引の手続きを説明するのは、証券取引に関する仕組みを認識させ、その委託契約の内容を確認することを目的とするのみならず、最も重要な点は証券取引の自己責任原則の徹底にあると思われる。

「自己責任の原則」は証券・商品取引における一大原則である。すなわち、証券・商品取引の投資には、投資危険が当然に伴うものであるが、その証券又は商品投資の結果は、投資者がその自由な判断に基づくものとして責任を負うことになる。このため、証券・商品投資に関する証券会社および先物業者の説明義務は、自己責任の原則を反映するものである。その意味では、説明義務は証券・商品市場における証券・先物取引の仲介業務におけるFair Playであり、投資勧誘の基本的要求でもある。

そこで、商品市場における先物取引の受託業務においては、先物業者に説明義務を課する規制が最も徹底して要請される先物取引は、その取引の特殊性として、台湾の先物取引法では、米国商品取引所法の規制を範として、説明義務を先物業者の投資勧誘規制として要求されている。

まず、先物業者の説明義務は、「国外期貨交易法」および「国内期貨交易法草案」に定められている。「国外期貨交易法」20条、「期貨經紀商管理規則」27条、および「国内期貨交易法草案」66条の規定によれば、先物取引のため、顧客と接触・商談する際には、先物業者は業務員勤務証書を示さなければならず、口座開設前に各種の先物取引の性質、取引条件および可能な危険を告知し、明かに閲読できる危険予告書を顧客に交付し、署名させて保存しなければならないとする。

以上により、商品市場における先物取引の特性に基づき、専門家である先物業者に対し、新規の投資者と委託契約を締結する際には、先物取引に関する仕組み、性質、取引条件、売買手続き、およびその危険性について、説明する義務を課するのである。

---

<sup>(33)</sup> 蘇松欽「我国對証券商之管理（中）」証券管理7巻2号16頁は、とりわけ新規口座を開設し、証券取引をする顧客に対するその契約の内容等についての証券会社の説明義務は、非常に重要なこととしている。

なお、先物取引における High Risk, High Return の性格を投資者に理解させるために、米国商品取引委員会によれば先物取引の「危険予告書」を交付する義務が課されている<sup>(34)</sup>。この交付義務は、先物取引に関する危険の告知とともに、悪質先物業者が「誇大不実」の表示により、顧客を勧誘することを防止するための投資者保護の対策と言われる<sup>(35)</sup>。

また、最終的には、先物業者は顧客に対して先物契約に関する取引事項を説明し、「危険予告書」を交付したのち、顧客がそれを理解したことを確認するための署名が必要となる。しかも、「国内期貨交易法草案」66条2項には、先物取引の受託業務につき、先物業者は、顧客が「危険予告書」を受領し、かつその内容を理解したという顧客の署名書類を改めて取得しなければならないことを規定している。

## (2) 認識義務

「証券商管理規則」34条、「期貨經紀商管理規則」32条は、証券・商品取引を委託する顧客に対して、証券会社および先物業者は顧客個人の資料を整理しなければならないとする。それによれば、顧客の個人情報の整備制度は、まず投資者の氏名、住所、職業、年齢などの個人基本資料の登録以外に、投資者個人の資産状況、証券・商品取引の投資経験、取引口座開設の理由、その他個人に関する必要な投資情報などをその顧客を認識するための資料としている。

この認識義務は、証券・証券取引行政監督の要請の一つでもある。すなわち、顧客に関する個人の基本情報を事前に得ることができるならば、証券会社又は先物業者は、顧客のその投資能力を確実に把握でき、不適切な投資勧誘を防ぐことが期待されるわけである<sup>(36)</sup>。

---

<sup>(34)</sup> 17 C.F.R. § 1.55 Distribution of "Risk Disclosure Statement" by futures commission merchants and introducing brokers.

「危険予告書」は、米国先物業者が商品取引委員会規則1.55条に従い、「危険開示告知書 (Risk Disclosure Statement)」を配付すべきものとされる。

<sup>(35)</sup> 行政院1990年2月8日台79經字第02406号函は、「危険予告書」は、投資者に対する先物取引のリスク告知のみならず、先物業者の不実表示による顧客誘引の防止のため、新規口座を設立する同時、説明義務とともに、交付義務を課するのである。

<sup>(36)</sup> 「証券商受託買売有価証券応確實建立徵信資料」1992年7月22日(81)台財証(二)第01722号参照。

これは、米国ニューヨーク証券取引所における証券業務の管理規制、いわゆる「顧客の認識義務 (know your customer rule)」を参考として、法制化されたものである。なお、日本証券業協会公正習慣規則 9号では、協会の証券会社は顧客の投資意向および実情を把握するために、顧客カードの作成を要求する顧客管理制度がある。その認識義務とは、証券会社又は先物業者は、証券・商品取引に関する投資助言を顧客に提供する場合の的確な判断基準になると言われる<sup>(37)</sup>。

## 二 投資勧誘における証券会社および先物業者の禁止行為

証券・商品取引の行政監督体系における投資勧誘の規制は、証券会社および先物業者の行為規範として投資者保護に資するものである。とりわけ、顧客からの受託業務を行なう証券会社又は先物業者にあっては、営業成績を優先し顧客の意思に反する投資助言、相応しくない投資情報を提供するような不当な投資勧誘行為が行なわれることが考えられるとともに、投資者の正確な投資概念を歪めてしまう恐れがあるからである。

したがって、証券会社および先物業者の適正な営業姿勢を確保させるためには、法は投資者の保護に欠けたり、又は取引市場の公正性・信頼性に損なうことがあるような投資勧誘姿勢、もしくは証券・商品業務の信用を失墜させるような投資勧誘行為を禁止するわけである<sup>(38)</sup>。

### (1) 不実表示

証券会社又は先物業者は顧客に対し、証券・商品取引に関する重要事実に関し、虚偽又は誤解を生むような不実表示を行なって、売買取引の委託を勧誘することは、違法として禁止される。

まず、「証券商管理規則」36条5号、「国外期貨交易法」18条2項、および「国内期貨交易法草案」65条2項では、証券会社および先物業者は、虚偽、詐欺又はその他他人に

---

<sup>(37)</sup> 神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座(6)』(日本評論社・1991年)171頁参照。

<sup>(38)</sup> 鈴木=河本・前掲書(註16)317頁は、証券会社の禁止行為につき、市場詐欺規制の適用による犯意、構成要件該当性、および違法性を問わず、適正な営業姿勢が投資者の保護を図るため、証券会社の勧誘行為に特別規制が設けられるとしている。

誤解を生じさせるような行為をしてはならないと規定する。

代表的な例としては、証券・商品市場に関する断定的判断を投資情報として、専門業者が顧客に提供するものがある。すなわち、証券・商品取引に専門的な知識・経験を有する証券会社および先物業者が、市場変動の断定的情報を顧客に提供することである。とりわけ、投資勧誘に当たっては、その断定的判断としての投資情報は、投資者の投資行動の動機となり、それは、場合によっては利益が生ずることが確実であると誤解し、さらに顧客が投資判断を下す際の意味決定に重大な影響を与えることにもなる。もしも、相場変動が予想外の変動により、投資が結果的に失敗した場合、業者と顧客間の紛争となることも稀ではない。このように、証券会社および先物業者が将来の市場変動につき断定的判断を提供し、証券・商品取引を勧誘し、顧客がそれを応じ売買を行なった場合、もしその市場予測が狂えば、その情報を信じて投資判断を誤った顧客は、不測の損害を蒙り、同時に、両者間の紛争、いわば不当勧誘の問題が生じ、証券・商品市場に対する投資者の信頼が傷つけられる。それは、恐らく断定的判断の情報提供が投資勧誘の場で紛争の原因になったものと考えられるであろう<sup>(39)</sup>。

そのために、「証券商管理規則」36条1号、「期貨經紀商管理規則」56条2号では、証券・商品取引の相場については、証券会社および先物業者は市場価格が高騰又は下落することに関する断定的判断の投資情報を提供し、それに基づいて投資勧誘する行為を禁止するわけである。

## (2) 保証行為

市場取引においては、証券・商品の価格は経済上の需給関係の状況に応じて常に変動するものであり、したがって投資者は、証券・商品取引の売買によって、利益を受ける可能性もあるし、損失を受ける可能性もある。いずれにしても、証券・商品取引は、その市場価格の形成により投資者が取引利益を獲得する同時に、逆に損失を投資者が負担する場合もありうるものであろう<sup>(40)</sup>。

---

<sup>(39)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）318頁、神崎克郎「商品取引所法逐条解説（96）」商品先物市場1987年6月号21頁参照。

<sup>(40)</sup> 河本一郎＝神崎克郎＝根岸 哲＝森本 滋「損失保証、損失補填の経済的・法的位置づけをめぐって」資本市場75号30頁参照（神崎発言）。

ところが、証券会社および先物業者は顧客に投資勧誘をする際に、証券・商品取引による損失発生のリスクの補償、あるいは利益追加という「保証」の約束をして、証券・商品市場における取引価格の形成を無視しようとする傾向がある。そして、この約束によっては、時には取引市場に存在するリスクの負担を証券会社又は先物業者に無理やりかつ勝手におしつけ、その取引による損益の発生を再配分することが可能になる。さらにいえば、その保証約束は、証券会社および先物業者への経営上の不健全性を招きやすく、顧客との間の紛争の種にもなると言われる。このため、市場管理の法的政策として、損失・利益保証の投資勧誘行為は禁すべきものとされている<sup>(41)</sup>。

したがって、「証券商管理規則」36条2号、「国外期貨交易法」21条2号、3号、「国内期貨交易法草案」48条2号、3号は、証券会社又は先物業者は、顧客に対し、利益提供・損失負担を約束して勧誘すること、利益を保証すること、および利益の共同享受又は損失の共同分担を約束することを禁止する。

### (3) 特定銘柄の推奨行為

証券会社又は先物業者が、予め選んでおいた特定の銘柄につき、一定の期間においてその証券会社又は先物業者による宣伝力・販売力を集中して、顧客に売り込むことを「特定銘柄の推奨行為」という。この推奨行為は、とりわけ一般投資者に大量の有価証券を売りさばく方法として、よく行なわれるようである。

指摘されるように、この特定銘柄の推奨行為は証券・商品市場の規模拡大に一定の役割を果たしている。しかしながら、商品・証券市場の発展のためには、特定銘柄の推奨は、異なる目的のために誤用されることになりやすいと言われる。たとえば、証券会社が多量の手持ち株を販売するために、顧客の資産状況等をも考慮せず、強引あるいは過度に勧誘することがしばしば見られる。このような場合、特定銘柄の推奨は、ただ証券会社自体の営業成績を達成するための手段として用いられ、適正な勧誘姿勢を歪め、投資者の利益を害する恐れがあると指摘される<sup>(42)</sup>。

したがって、証券・商品市場における特定銘柄の推奨行為は不健全な営業方法として、

---

<sup>(41)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）319頁、神崎・前掲論文（註39）21頁参照。

<sup>(42)</sup> 鈴木＝河本・前掲書（註16）328頁参照。

法により禁止されるのである。そこで、「証券商管理規則」36条2号、「期貨經紀商管理規則」56条2号は、証券会社および先物業者が特定の銘柄につき、顧客に推奨し、又は合理的な根拠を有せずに、それを勧誘してはならないとしている。

### 三 投資勧誘姿勢の適正化のための対策

1988年証券取引法の改正に基づく「証券商管理規則」、先物市場制度を整備するための「国外期貨交易法」、および「国内期貨交易法草案」には、証券会社および先物業者に対する投資勧誘の適正化に関する法的対策として、取引一任勘定の規制と広告規制を行なうものとしている。この管理対策によって、証券会社および先物業者に対し公正に受託業務を執行するように要求するのである。

#### (1) 取引一任勘定の規制

証券・商品取引においては、その投資対象の銘柄、価額等を、投資者が自ら投資判断をする代わりに、その専門家である証券会社又は先物業者に一任して行なう資産運用は、経済的に合理性を有するものであるとされる。それは、顧客が証券会社又は先物業者と個別に契約を結び、一定の資金を預け、売買の別、銘柄、数量又は価格の決定のうちのいずれかを一任する勘定取引と言われる。

しかしながら、この取引一任勘定は、「一任」の内容が不明確であるため、時として顧客の自己判断責任の原則を歪曲するとか、証券会社および先物業者の経営姿勢が問われることもありうるのである。しかも、実際には取引一任勘定をめぐる証券・商品取引のトラブルが頻発しているようである。すなわち、顧客と証券会社又は先物業者と相互の利益が衝突したような場合には、証券会社または先物業者が顧客の利益を考えずに自己の利益を優先するため、しばしば顧客が犠牲となることがある。その意味で、取引一任勘定は、顧客の利益を害する可能性が高いのため、投資者保護のための法的政策として、このような点について慎重に検討しなければならないと思われる<sup>(43)</sup>。

そこで、「証券商管理規則」36条は、証券会社が顧客からの委託に対し、その証券取

---

<sup>(43)</sup> 鈴木=河本・前掲書(註16)469頁、神崎・前掲論文(註39)22頁参照。

引の種類、数量、価額、買付け又は売付けに関する一任勘定を受けてはならないとしており、また、「国外期貨交易法」18条3項は、先物取引をするには、顧客が取引の事項毎に明確な授權をしなければならず、包括授權の勘定口座を開設してはいけないとしている。取引一任勘定の契約は、原則として禁止されているが、「国内期貨交易法草案」65条3項は、この禁止原則の例外として、条件付きの取引一任勘定契約を認める。すなわち、「国内期貨交易法草案」は、米国商品取引委員会「顧客保護の規則 (Customer Protection Rules) <sup>(44)</sup>」を参考として、先物取引の一任勘定契約に「書面授權」を要件として、包括授權が成立しうることにしている<sup>(45)</sup>。したがって、商品市場における先物取引の一任勘定契約については、このように原則と例外があるため、今後「国内期貨交易法草案」の審議過程において、その可否を議論の対象とすることが予想される。

確かに、証券・商品取引の受託においては、取引一任勘定は、投資者の計算で証券会社又は先物業者が行なうものであり、投資手段の観点からすれば、その一任契約は経済的かつ有効的であると考えられる。ところで、この一任勘定については、証券会社および先物業者が売買手数料を稼ぐために、頻繁に過当な数量・回数 of 売買を行なうこと、いわゆる「過当売買 (Churning)」の危険があり、あるいは証券会社又は先物業者がその取引により、被った損失を顧客に補填したり、又は利益が少ない場合、利益を顧客に追加すること、いわゆる「損失補填」を行なう危険性が極めて多いことなども考えられる。つまり、一任勘定が証券・商品取引トラブルの温床と言われる所以がここにも存するわけである<sup>(46)</sup>。

したがって、この一任勘定契約に対する規制は、証券・商品取引の健全性を確保するための規制基準に基づき、今後慎重に検討しなければならない課題と思われる。

## (2) 広告の規制

投資勧誘は、投資者に投資契約を締結させるとする目的にある。すなわち、それは、投資者が顧客として、証券会社および先物業者に証券・商品取引の委託契約を結ぶため

---

<sup>(44)</sup> 17 CFR § 166, Customer Protection Rules .

<sup>(45)</sup> 財政部証券管理委員会「国内期貨交易法草案」65条3項立法理由説明参照。

<sup>(46)</sup> 「損失補填」および「過当売買」に関する検討は、前述第2編、第3編米国・日本市場の規制において参照。

確認したうえで、顧客の投資状況に適合する投資勧誘を行なうことを要請する、いわゆる「適合性原則」である<sup>(48)</sup>。

台湾では、証券・商品取引に関する投資勧誘の行為規制を適合性原則として定めている。すなわち、まず「証券商管理規則」34条、「期貨經紀商管理規則」32条には、証券会社および先物業者は投資者の個人情報を知るべきであるとする「認識義務」を要求し、その情報により顧客の投資意向、資力、又は投資経験を判断し、証券会社および先物業者は、顧客に相応しくない投資は勧誘しないように努力することとされている。また、「証券商管理規則」35条、「期貨經紀商管理規則」34条の定めによれば、証券会社および先物業者が顧客の委託を受けるとき、その顧客の個人資料に基づき投資能力を評価しなければならないとし、もしその証券又は商品取引の委託につき、顧客の財産・信用状況に照らし、その投資能力を越えていると判断する場合、証券会社または先物業者は、その委託を拒むことができるとしている。

さらに、証券管理委員会は行政通達により、証券会社が投資者に対する個人資料の整備、投資能力の評価を確実にするように、顧客に適合しない投資委託を受けてはならないとする<sup>(49)</sup>。

このように、投資勧誘に関する適合性原則の法制化の過程において、証券会社および先物業者は、組織的に顧客の知識・経験および財産の状況に照らし、相応しくない投資勧誘を避けることを目的としており、行政的監督体系の機能がここに働くことをねらっている。さらに、証券・商品取引の受託業務を担当する者が適合性原則に抵触する勧誘行為については、「証券交易法」70条および「国外期貨交易法」29条に基づく「証券商負責人與業務人員管理規則」、「期貨經紀商負責人與業務人員管理規則」で手当てがなされ、その適合性原則を業務執行の準則として遵守するようになっている<sup>(50)</sup>。

まず、証券・商品市場における取引の特性、役割を重視し、証券会社又は先物業者の

---

<sup>(48)</sup> 河本一郎＝大武泰南＝神崎克郎『証券取引ハンドブック（最新版）』（ダイヤモンド社・1990年）170頁参照（神崎）。

<sup>(49)</sup> 「証券商受託買売有価証券応確実建立徵信資料」財政部証券管理委員会1992年7月22日（81）台財証（二）第01722号函参照。

<sup>(50)</sup> 「証券商負責人與業務人員管理規則」財政部証券管理委員会1985年9月24日（74）台財証（二）第01119号令、「期貨經紀商負責人與業務人員管理規則」同委員会1993年1月8日台財証法第00050号令。

人的適格、および業務担当の行為規範を要求するのである。そのなかで、「証券商責任人與業務人員管理規則」16条、「期貨經紀商責任人與業務人員管理規則」19条は、証券・商品業務の執行につき、誠実・信用原則に従わなければならないとし、專業性・公正性の職業規範を義務付けるものである。

この誠実・信用原則は、証券・商品市場の仲介業務を健全性を保つために、職業上の倫理規範を法制化するものである。これは、業務執行の專業性・公正性を要求し、業者と顧客との利益衝突を避けるべく適正な営業姿勢を守るためでもあり、また証券・商品市場における仲介業者の社会的責任を果たすことであると思われる<sup>(51)</sup>。

証券会社又は先物業者による投資勧誘の規制においては、投資者の利益に反する業者の経営収益を偏重するような「不適切な営業姿勢」を防止し、投資者保護のため、適合性の原則が要請されるのである。この原則は、その取引業務における投資者保護の法的政策が証券・商品市場の信頼性および健全性の発展を確保するような重要な機能を有するのみならず、証券会社および先物業者に極めて有意義な勧誘規則であると思われる。

すなわち、龍田教授が指摘されるように、もし証券・商品投資に失敗すれば、それは、投資者本人の悲劇であるばかりでなく、委託契約の不履行が証券会社に損害を及ぼす危険があるといわれる<sup>(52)</sup>。例えば80年代後半バブル経済の崩壊に際して、証券事件が相次いで発生している。そのなかでも、1989年の蓋徳成詐欺事件は、証券会社の営業姿勢にも関係する事件である。すなわち、当該事件は、被告の顧客が巨額の株式購買力を有しないのに、各証券会社は顧客の状況を十分認識せずに、証券取引の委託を受けたことである。結局、被告が支払不能に陥ったため、各受託証券会社はその支払不能により大きな損害を蒙った事件である<sup>(53)</sup>。

この事件は、いわゆる証券詐欺として理解できるものであるが、市場仲介を行なう証券会社は、顧客の受託業務を執行するときに、もし委託者の投資状況を十分認識していれば、このような証券詐欺により、証券会社には損害が発生してなかったと思われる。

---

<sup>(51)</sup> 呂東英「証券業従業人員應有素養」証券管理8巻12号（1990年12月）2頁、証券市場發展基金会專題研究報告・前掲書（註5）410頁参照。

<sup>(52)</sup> 龍田 節「証券売買の勧誘」法学教室157号58頁参照。

<sup>(53)</sup> 「蓋徳成詐欺事件」台湾高等法院79年度（1990年）上訴字第3225号判決。

このように、顧客に対する認識義務の要請は、米国市場規制における適合性原則の基本  
要求でもあり、つまりは証券会社および先物業者の自衛義務であるとも言われる所以  
である<sup>(54)</sup>。

### 第3節 詐欺禁止規制

#### 第1款 米国証券・商品取引規制の台湾への影響

証券・商品市場における詐欺行為の禁止は、基本的に「証券交易法」第20条、「国内  
期貨交易法草案」第91条で規定されている。すなわち、「証券交易法」20条1項、2項の  
規定により、有価証券の募集、発行または売買に関しては、虚偽、詐欺またはその他他  
人に誤信させる行為が禁止されている。また、発行者の申告または公告した財務報告及  
びその他業務に関係がある文書は、その内容に虚偽または隠匿の事情があってはならな  
いとされている。これに対し、「国内期貨交易法草案」第91条1項は、商品先物市場に  
おいて以下のような行為をしてはならないとする。(1) 先物取引をする者に対し、直  
接または間接に詐欺を行なうこと、(2) 錯誤に陥らせ、または錯誤に陥らせるおそれ  
がある方法を用いて、取引または営業をすること、(3) 必要かつ重要な事実につい  
て、故意に隠匿しまたは陳述せず、誤解を生じさせまたは誤解を生じさせるおそれ  
がある行為をなすこと、(4) 先物取引等を誘引する目的をもって、当該取引等の相場が自  
己または他人の操作によって変動するべき旨を流布すること、である。

「証券交易法」における詐欺禁止規制の立法精神は、証券市場の取引秩序を維持し、  
投資者保護をするために、詐欺的な行為を防止することである。また、米国1933年証券  
取引法、1934年証券取引所法を範にして、同法の詐欺禁止規制を設けているようである  
<sup>(55)</sup>。

市場取引における詐欺の概念を民法上の「詐欺」概念と比較して検討してみると、民  
法上の「詐欺」とは、人を欺罔して錯誤に陥らせる行為である。そのため、詐欺につい  
ては詐欺者の故意が必要であり、また積極的な欺罔行為は勿論のこと、消極的な欺罔行

<sup>(54)</sup> Loius Loss & Joel Seligman, Securities Regulation, Vol.8 (3rd ed., 1991) pp.3847.

<sup>(55)</sup> 頼(英)・前掲書(註6) 349頁、余雪明『証券交易法』(証券市場發展基金会・1990年) 260頁参照。

為として、法律上、契約上あるいは取引慣習上告知義務を有する場合、告知すべき事実を消極的に隠すという隠匿行為もこれに属すると言われる<sup>(56)</sup>。

これに対して、証券市場における禁止規制対象としての詐欺概念は、「虚偽、詐欺又はその他人を誤信させるに足りる行為」が規制の対象とされるものである。すなわち、証券取引法の規定によれば、市場詐欺の概念は、比較的範囲が広く、錯誤に陥らせて、投資者に証券取引をさせる欺罔行為のみならず、もし証券市場に関する表示の虚偽、およびその表示が詐欺又は虚偽の行為を構成しなくとも、それが不完全であるために市場投資者に誤導 (Misleading) を招くような場合には、それをも市場の詐欺行為に該当するとするものである。

例えば1985年「新竹玻璃事件」において、被告会社（新竹玻璃）の代表取締役が会社の財務危機を否認し、運営困難な事実を隠匿し、新聞会見を利用するなどの不実表示を行なったことについて、裁判所は、それが積極的な手段で市場投資者を騙く詐欺行為に該当すると認めている<sup>(57)</sup>。

また、「国内期货交易法草案」の詐欺禁止規定は、先物投資者に対し直接又は間接的な方法を問わず、商品市場における不正行為を包括的に禁止する「反詐欺条項」であると言われる。それは、証券取引法規制と同様、詐欺行為のみならず、市場投資者を錯誤に陥れる方法、又は市場投資者に誤導 (Misleading) を招く「重要事実」の隠匿行為、あるいは市場投資者を誘引するための相場変動の風説を流布するなどの行為を防止するもので、米国商品取引所法 4 b 条を模範にした一般的な詐欺禁止規制である。そこで、同草案91条は、商品取引に関する不正行為の防止を目的とする原則的条項であるとされる<sup>(58)</sup>。

したがって、以上の詐欺禁止規制は、いわゆる不公正取引を防止することを目的とするものでもある。これは法的規制として、証券・商品市場における詐欺又は操縦行為をすべてカバーするようになっており、すなわち包括的「詐欺」概念を用いているところ

---

<sup>(56)</sup> 洪遜欣『中国民法総則』（三民書局・1976年）401頁、王伯琦『民法総則』（国立編譯館・1982年）164頁、施啓揚『民法総則』（三民書局・1983年）258頁参照。

<sup>(57)</sup> 「新竹玻璃事件」台北地院74年度（1985年）訴字第15521号民事判決参照。

<sup>(58)</sup> 財政部証券管理委員会「国内期货交易法草案」34頁参照。

から、不公正な証券取引規制といわれる<sup>(59)</sup>。

## 第2款 投資勧誘と詐欺禁止規制

投資勧誘の問題は、証券会社または先物業者と顧客との間の法律関係に存在している。とりわけ、証券会社または先物業者が、不当な営業姿勢によって顧客に証券または商品取引の売買をさせようとする勧誘行為から、如何に投資者を保護するかは、米国証券・商品取引規制において重要な課題となっている。

まず、投資勧誘と詐欺禁止規制について、Louis Loss 教授は、証券会社が詐欺禁止規制の下で、投資勧誘の責任を負わなければならないと指摘している。すなわち、同教授は、証券市場における詐欺禁止規制の制定は、「証券がデリケートな商品である」という認識に基づき、「証券会社と投資者の間の交渉能力が不平等なため、公共利益の観点で法が必要となる」という米国議会の判断から、詐欺禁止規制は形成された市場規制の計画の一部であると強く主張している<sup>(60)</sup>。

なお、神崎教授も指摘されているように、証券・商品取引に関する不公正な行為が行なわれ、市場取引が詐欺的かつ人為的なものとなるときは、参加する個々の市場投資者の利益が侵害されるのみならず、証券・商品市場に対する信頼が損なわれ、その市場が国民経済の適切な運営に寄与することができなくなるのである。したがって、証券・商品市場が資本市場における根本的な機能を働かせ、国民経済の適切な運営に寄与するために、証券・商品取引に関する不公正な行為を禁止することは、健全な取引市場を維持し、市場投資者の保護を図るうえで極めて重要な課題である<sup>(61)</sup>。

そのために、詐欺禁止規制の目的である証券・商品取引における一般投資者を保護し、取引市場の健全性を守るために、詐欺的又は欺瞞的な不正行為を防止しなければならない。

---

<sup>(59)</sup> 余・前掲書（註1）565頁は、米国市場の法的規制と比べて、我が国の詐欺禁止規定はやや簡略化しているが、「公開説明書」の交付につき特別の民事責任規制が課される場合を除き、証券市場におけるあらゆる詐欺又は操縦行為を規制するようにしていると述べている。

<sup>(60)</sup> Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* (2nd ed. 1988) p.719.

<sup>(61)</sup> 神崎・前掲書（註16）577頁参照。

さらに、その詐欺禁止規定の運用については、とりわけ証券会社および先物業者に対する投資勧誘の規制が最も重要な規制的効果を有すると指摘される<sup>(62)</sup>。すなわち、証券会社および先物業者による仲介業務の態度および勧誘姿勢が証券・商品市場での取引秩序に大きな影響を与えるのである。

このことは、証券・商品市場における証券会社および先物業者の役割を考えれば、明かであると思われる。なぜならば、証券・商品市場での仲介を担当する証券会社および先物業者は専門家として、市場投資者に信頼されねばならない者であるからである。もし万一、証券会社および先物業者が自己の利益を追及するため、投資勧誘を行えば、その専門家に対する投資者の信頼が裏切られるのみならず、恐らくその投資勧誘による証券又は商品取引への投資決定は投資者の損害発生的重要原因になると思われる。さらに、それによって、証券・商品市場の取引秩序が破壊されることも考えられる。このような行為は、悪質な投資勧誘または詐欺的な不正行為に類するものとして、法の規制により禁止されなければならないと言われる<sup>(63)</sup>。

さらに、神崎教授は証券・商品取引の特質に応じて、不公正な行為を防止するための詐欺禁止規定が一般的な規制であり、それに加えて特別の規制、とりわけ証券・商品取引機関の規制が不公正な取引の規制の一環として必要である、と主張される<sup>(64)</sup>。

「証券取引法」20条、および「国内期貨取引法草案」91条は、米国1934年証券取引所法10条b項、SEC規則10b-5、および米国商品取引所法4b条を模範にする詐欺禁止規定として、証券・商品市場上の不公正な取引に関する基本的規制である<sup>(65)</sup>。さらに、1988年「証券取引法」の改正とともに、「証券商管理規則」による投資勧誘の規制、および1993年「国内期貨取引法草案」による投資勧誘規制の体系は、市場取引における不正行為を禁止する規制の一環と言えよう。いずれにしても、証券会社および先物業者による

---

<sup>(62)</sup> 神崎克郎「証券取引法58条1号にいう『不正の手段』の意義」『証券・商品取引判例百選』（有斐閣・1968年）79頁は、証券取引法58条の詐欺的な不正取引の禁止規定の運用に当たって、会社の内部情報を利用する証券取引の規制、および証券会社又は投資顧問による不当な投資勧誘の規制があるとしている。

<sup>(63)</sup> 神崎・前掲論文（註62）79頁参照。

<sup>(64)</sup> 神崎・前掲書（註16）578頁参照。

<sup>(65)</sup> 頼（英）・前掲書（註6）349頁、財政部証券管理委員会「国内期貨取引法草案」34頁参照。

投資者への投資勧誘は、詐欺禁止規制に服すべきものである<sup>(66)</sup>。

---

<sup>(66)</sup> 余・前掲書（註55）261頁、証券市場発展基金会・前掲報告（註5）289頁参照。

## 第2章 投資勧誘の民事責任論の試み

### 第1節 比較法的考察

#### 第1款 米国法における詐欺理論の示唆

アメリカでは、証券・商品取引諸法には投資勧誘の規制が設けられていないが、証券会社および先物業者による受託業務の公正性、信頼性を確保するために、証券・商品業界の自主団体は、詐欺的業務の禁止行為を規制し、規制違反の証券会社または先物業者に対し制裁を加えている<sup>(1)</sup>。

不当勧誘の問題については、証券・商品先物取引委員会が準司法権限を持ち、投資勧誘に関する詐欺的行為を行政上の懲戒処分とすることとともに、連邦裁判所は、不当勧誘を行なった証券会社または先物業者に対して、詐欺禁止規制に基づき民事上の詐欺責任を追及することが一般的である。もっとも、米国判例法における不当勧誘の詐欺責任理論は、裁判所はコモン・ロー上の伝統的な詐欺概念を適用せずに、詐欺禁止規制の立法精神に従い、証券・商品市場の秩序および投資者保護の育成を確保するため、証券・商品取引の詐欺法理を形成するものに基づいて、柔軟に市場上の詐欺的行為に民事責任を追及すると言われる<sup>(2)</sup>。

この詐欺理論における市場仲介者と顧客との取引関係においては、竹内教授が指摘しているように、「アメリカでは、委託契約の内容を行政的判断で規制する方法はとらず、顧客保護の必要があれば立法やSECの規則および判例により直接にこれを実現しようとする」ものである<sup>(3)</sup>。そして、証券・商品市場における不当勧誘の問題点について、当該投資勧誘行為自体が重要事実に関する不実表示、または不開示、とりわけ商品取引

---

<sup>(1)</sup> 米国証券・商品取引の投資勧誘規制について、第2編第1章第3節に参照すること。

<sup>(2)</sup> Louis Loss, *Foundations of Securities Regulation* (2nd ed. 1988) p.716. なお、山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 にもとづく私的訴訟について (1)」民商法雑誌80巻1号21頁、近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察：証券取引法157条と規則 10b-5 の比較」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）176頁参照。

<sup>(3)</sup> 竹内昭夫「証券会社と顧客の関係」『アメリカと日本の証券取引法（下）』（商事法務研究会・1975年）415頁参照。

に関する危険の開示義務を違反することとならないかぎり、詐欺禁止規制の適用を認めないことが、裁判所の判断における底流として存在していると思われる<sup>(4)</sup>。

すなわち、詐欺禁止規制における詐欺理論は、証券取引委員会規則10b-5における「重要事実の不実説明をなし、または説明をなす状況下に照らして、それがミスリーディングにならないようにするのに必要な重要事実の説明を省略すること」に存在し、通常の詐欺概念を超えたものとなっていると言われる<sup>(5)</sup>。さらに、証券取引の委託を勧誘した証券会社が知識・経験等の優位に立っている当事者間の具体的な取引関係においては、顧客と取引能力の差が存在するゆえに、このミスリーディングな表現による不当勧誘を証券詐欺的な行為としていることがアメリカ判例法の基本態度である、と指摘されている<sup>(6)</sup>。

さて、この詐欺禁止規制は、いわゆる詐欺防止条項であるため、証券・商品市場における詐欺的・不公正な取引行為の禁止を規制対象としている。しかし、このような詐欺的行為が詐欺禁止規制に違反し、他人の利益を侵害した場合、裁判所は、加害者が通常の方法に違反し、被害者に当該損害を賠償する民事上の責任を負うべきとしている。すなわち、1946年 *Kardon v. National Gypsum & Co.* 事件において、裁判所が、詐欺禁止規制違反に基づく私的訴権が法的権利であるとし、民事上の損害賠償請求を認めて以来、黙示訴権の存在は、詐欺禁止規制の機能を補充し、証券・商品取引に関する詐欺的行為に不法行為法上の民事責任を追及する法的効果がある<sup>(7)</sup>。

したがって、その詐欺的行為の被害者は、証券取引委員会規則10b-5、商品取引所法4b条に基づいて、私的な損害賠償の請求を提起することができるのである。

---

<sup>(4)</sup> *Thompson v. Smith Barney, Harris Upham & Co.*, 709 F.2d 1413 (11th Cir. 1982); *Zerman v. Ball*, 735 F.2d 15 (2nd Cir. 1984); *Horn v. Ray E. Friedman & Co.*, 776 F.2d 777 (6th Cir. 1985); *Saxe v. E. F. Hutton & Co.*, 789 F.2d 105 (2nd ed. 1986); *Clayton Brokerage Co. v. C.F.T.C.*, 794 F.2d 573 (11th Cir. 1986).

<sup>(5)</sup> 森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣・1994年）243頁参照。

<sup>(6)</sup> 渋谷光子「商品取引所法違反の委託の効力：不当勧誘により成立した委託について顧客に対する手数料請求を否定した例」ジュリスト575号127頁参照。

<sup>(7)</sup> 詐欺禁止規制の黙示訴権について、第2編第2章第1節参照。なお、近藤弘二「市場に対する詐欺」『八十年代商事法の諸相』（有斐閣・1985年）371頁参照。

## 第2款 日本法における不当勧誘責任理論の形成

### 第1項 詐欺禁止規制の空文化現象

証券取引法157条は、証券市場における詐欺的あるいは欺瞞的な行為を禁止し、健全な証券取引制度を維持するために、米国における1933年証券取引法17条、1934年証券取引所法10条b項および証券取引委員会規則10b-5を模範にして、包括的な詐欺禁止規制を設けているのである。しかしながら、日本の詐欺禁止規制では、証券取引に関する不正行為に対して、実際の効果は薄いと指摘されている<sup>(8)</sup>。

確かに、この157条は、証券市場においての不正行為を包括的に禁止する一般規定として、理解することができるが<sup>(9)</sup>、米国市場における証券詐欺の典型例である相場操縦、または内部者取引に関する不正行為が同法159条、166条、167条の規制に適用することになるのみならず、証券不祥事における損失補填の不正行為にも、この詐欺禁止規制が適用されず、同法50条の3の新たな規制を設けている。また、証券会社の大量推奨販売による株価変動の疑惑に関しても、同法50条1項5号に従い、証券会社の勧誘規制としていくことになる。というわけで、このような個別の不公正な取引規制が整備されていくのであれば、詐欺禁止規制の157条の存在意義が薄くなってしまふことが考えられると、近藤教授が指摘する<sup>(10)</sup>。

さらに、同教授は、157条が刑事罰のことしか念頭においていないのは不適切であると指摘する。すなわち、詐欺禁止規制は、米国証券取引委員会規則10b-5と同様に、公益保護のために、証券詐欺行為を摘発しているが、本来民事責任を追及するという法的考慮は有していないようである。しかも、刑事上の罪刑法定主義に基づき、157条は抽象的な文言により、証券詐欺行為に対する刑事罰を課することが現実には、難しいといわれる<sup>(11)</sup>。

---

<sup>(8)</sup> 龍田 節「証券取引法58条1号にいう不正の手段の意義」『新証券・商品取引判例百選』（有斐閣・1988年）145頁、近藤・前掲論文（註2）174頁参照。

<sup>(9)</sup> 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院・1987年）597頁は、証券市場の状況に応じて、すべての詐欺的行為を違法とし、法に列挙する詐欺禁止規制が適当ではなく、立法当時予想しなかった不正行為の可能性を考えながら、列挙規制の不当性を避けるために一般的禁止規制が必要であるとしている。

<sup>(10)</sup> 近藤・前掲論文（註2）172頁参照。

<sup>(11)</sup> 近藤・前掲論文（註2）173頁参照。

ところが、証券市場の健全性・公正性を損なう不正行為については、157条の抽象的な文言によって規制する法的効果が薄いという状況を、そのまま放置すれば、投資者保護の目的を達成することは、極めて困難であると指摘されている。そこで、証券市場における不正行為を抑える包括規定として、詐欺禁止規制を新たに活用することが今後の大きな課題である、と思われる<sup>(12)</sup>。

## 第2項 判例法における不法行為責任の法理

詐欺禁止規制の代わりに、裁判所は不当勧誘の問題について、不法行為責任を追及することが一般的である<sup>(13)</sup>。

不法行為法の理論に関しては、林教授が指摘しているように、「最近になって新しい技術や社会的接触の増加・複雑化につれ、災害や被害の高度化、複雑化してきたことに対する、不法行為理論の新たな対応」、すなわち「現実的要請に応じてその法的解決のために、不法行為の理念・法的技術の整備、再構築、さらに現実への適用と、再び理論への回帰という現象」が、顕在化している<sup>(14)</sup>。この不法行為法理の発展は、民法709条における権利侵害要件の限定が現代的社会に妥当しないが、権利侵害によって法律秩序を破壊した場合には、その加害行為自体が違法であるという違法性概念を使って、不法行為理論を再構成しようとするものである<sup>(15)</sup>。

不当勧誘行為が私法上の違法性を有し、不法行為を構成するか否かは、裁判所が以下のような実質的基準により判断するのである<sup>(16)</sup>。すなわち、まず、勧誘禁止規制は業法的または内部的な取決めであって、その違反が直ちに私法上の違法を意味するものではないが、実質的違法性の現われとして一つの有力な基準になるとしている。そして、

---

<sup>(12)</sup> 龍田・前掲論文（註8）145頁、近藤・前掲論文（註2）190頁参照。

<sup>(13)</sup> 河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）167頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会・1995年）236頁参照。

<sup>(14)</sup> 林 良平「契約責任の構造」『谷口知平先生追悼論文集（2）：契約法』（信山社・1993年）2頁参照。

<sup>(15)</sup> 不法行為法の違法性理論について、末川 博『権利侵害と権利濫用』（岩波書店・1970年）453頁、我妻 栄『債権総論』（岩波書店・1964年）100頁、125頁、加藤一郎『不法行為〔増補版〕』（有斐閣・1974年）35頁参照。

<sup>(16)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為」判例タイムズ853号28頁参照。

この規制違反が私法上も違法と言えるためには、社会的相当性を逸脱していることが必要であるという<sup>(17)</sup>。次に、この規制は証券・商品業者が遵守すべき注意義務の一内容であるとも言え、したがって私法上の違法性は、この注意義務の違反である。要するに、業者は顧客が取引の投機性や危険性についての認識・判断を誤らないように配慮する必要があるという。なぜならば、顧客の自主的かつ自由な判断による証券・商品取引を確保することを目的としているからである<sup>(18)</sup>。とりわけ、顧客が認識・判断を誤らないように、証券会社または先物業者は、顧客の年齢・経歴・能力・知識経験・財産、当該取引の対象・数額、委託に至った経緯などを考慮して勧誘すべきであるとしている<sup>(19)</sup>。

また、この違法行為とは、顧客の予期しないかつ当該顧客にとって過大な危険を負担させることであると指摘する。とりわけ、最近の不当勧誘事件に関し、業者が危険性の高い投資を勧誘する場合には、その勧誘行為がリスクの説明の懈怠などの諸事実から説明義務違反として、社会的に相当な範囲を超えて違法性を有するか否かが総合的に判断されており、これが判例の態度であると思われる<sup>(20)</sup>。しかし、その勧誘行為、説明義務の懈怠などのため、損害が発生したといえるかどうかといった不法行為法上の責任には、相当因果関係の問題を検討する必要があるのではないかと、という強い疑問が残っている<sup>(21)</sup>。

### 第3項 自己責任原則と過失相殺

さて、証券・商品取引の不当勧誘事件においては、顧客の損害賠償請求を容認してい

---

<sup>(17)</sup> 東京地裁昭和50年1月28日判決（判例時報755号165頁）、東京地裁昭和52年3月29日判決（判例時報872号115頁）、札幌地裁昭和55年3月28日判決（判例時報981号117頁）、大阪地裁昭和62年8月7日判例時報1254号95頁）、大阪地裁平成元年6月29日判決（判例タイムズ701号198頁）、京都地裁平成2年2月20日判決（判例時報1323号100号）参照。

<sup>(18)</sup> 横浜地裁昭和62年12月18日判決（判例時報1284号118頁）、福岡地裁昭和63年8月29日判決（判例タイムズ684号220頁）、名古屋地裁平成2年1月16日判決（判例タイムズ733号158頁）、名古屋地裁平成2年2月22日判決（判例タイムズ733号142頁）、大阪地裁平成5年10月13日判決（判例時報1510号130頁）参照。

<sup>(19)</sup> 京都地裁昭和60年6月20日判決（判例タイムズ566号179頁）、大阪地裁平成元年6月15日判決（判例時報1337号73頁）、神戸地裁平成2年2月22日判決（判例タイムズ733号142頁）参照。

<sup>(20)</sup> 東京地裁昭和62年2月20日判決（金融商事判例788号26頁）、名古屋簡裁平成5年6月30日判決（判例タイムズ848号266頁）、大阪地裁平成6年3月30日判決（判例タイムズ855号220頁）、東京地裁平成6年4月18日判決（判例時報1522号114頁）、東京高裁平成7年3月14日判決（判例時報1530号58頁）参照。

<sup>(21)</sup> 川村和夫「ワラント取引と説明義務」判例タイムズ883号65頁参照。

る裁判例が数多いが、当該事件における顧客の投資責任を追及するための過失相殺を認める場合が少なくないように思われる。

この過失相殺の要素は、以下のように分類され得る。すなわち、(1) 顧客が証券・商品取引の投機性・危険性を知っていたか、知りうるべきであったこと、(2) 顧客が安易に証券会社または先物業者の勧誘を信用し、投資決定を行なったこと、さらに、(3) そのような不合理な取引をしたことについて、損害拡大の防止のために、顧客が当該勧誘を拒否して、取引をやめるべきであったことである<sup>(22)</sup>。

民法722条における過失相殺の法理については、まず加害行為により生じた損害の発生、あるいはその損害の拡大につき、被害者にも過失がある場合、裁判所は当該損害賠償額の判断にあたって、これを考慮しなければならないとしている。すなわち、過失相殺は、公平・妥当の精神に基づき、「損害の公正な配分」に合うような不法行為法の理念にもとづくものである<sup>(23)</sup>。しかし、投資勧誘の事件における過失相殺は、通常の不法行為の場合に比べて、性質がやや異なっているため、投資勧誘に対して過失相殺を適用することは不適切であると指摘する<sup>(24)</sup>。

顧客が証券・商品取引における一定範囲の危険を認識・覚悟し、自由意思に基づいて投資決定を行なう、いわゆる自己責任の原則がある。この自己責任の原則は、証券・商品取引の大法則であり、市場取引の結果である。しかし、不当勧誘行為の違法性と、自己責任における個人の認識および意思の決定を過失相殺の法理によって比較衡量することはおそらく妥当ではないと思われる。

なお、当然のことであるが、過失相殺の適用を全面的に否認するとすると、証券会社または先物業者が不当勧誘による取引上の損害のすべてを顧客に負担することになる。これに対して、過失相殺の適用を全面的に容認するとすれば、その結果は自己責任の原則と同一であるといつてよい。しかし、「過失相殺20%から70%まで」などとする裁判例においては、どの要素が何パーセントの過失に相当するのかについての認定基準が定

---

<sup>(22)</sup> 名古屋消費者問題研究会『判例消費者取引法』（商事法務研究会・1992年）229頁参照。

<sup>(23)</sup> 加藤一郎『不法行為〔増補版〕』（有斐閣・1974年）246頁、四宮和夫『不法行為』（青林書院・1985年）614頁、幾代 通＝徳本伸一『不法行為法』（有斐閣・1993年）322頁参照。

<sup>(24)</sup> 清水・前掲論文（註16）50頁参照。

められるかに対して、尾崎助教授が大きな疑問を呈示しているようである<sup>(25)</sup>。

## 第2節 台湾法における不当勧誘の民事責任の検討

### 第1款 違法勧誘と詐欺責任

米国における証券・商品取引の規制、とりわけ証券取引委員会規則10b-5は、証券取引に関する不正行為の網かけとして積極的な法的役割を果しているため、市場規制の貯水地と指摘される。すなわち、詐欺禁止規制については、証券市場の公益または投資者保護のために、証券取引委員会が証券の売買に関して用いる相場操縦的、詐欺的策略などを違法として、必要かつ適切な規則を作成する一方、米国における各裁判所の司法判断は、同規則10b-5を解釈・適用するに当たって、柔軟な立場を採り、投資者保護の法的目的を実現するように努めている、と思われる<sup>(26)</sup>。これに対して、日本の場合、詐欺禁止規制の適用に関して異なった状況にある。すなわち、米国証券取引所法10条b項および規則10b-5を範にして、証券取引法157条を制定し、証券取引に関する不正行為を包括的に禁止する一般規定としているのであるが、法的役割については、同法157条が証券の詐欺的行為に対し、その取締機能が十分に効果を挙げていないと指摘されている<sup>(27)</sup>。

さて、台湾証券・商品取引の法規制、とりわけ証券取引法20条の規定は、日本法と同様に米国法を母法として定められているのみならず、大陸法系の一員であるため、違法判断か否かについては、主として法の規制に依存している<sup>(28)</sup>。すなわち、証券・商品取引に関する詐欺行為は、民法上の詐欺である。この詐欺が成立されないかぎり、詐欺禁止規制の適用には勿論、なお違法勧誘に民事責任の追及にも、大きな問題が存在していると思われる。

詐欺とは、相手方を欺罔して錯誤に陥らせるという行為である。すなわち、相手方の

---

<sup>(25)</sup> 尾崎安央「裁判例からみた商品先物取引委託者の適格性」判例タイムズ774号40頁参照。

<sup>(26)</sup> 山田・前掲論文(註2)21頁、近藤・前掲論文(註2)175頁参照。

<sup>(27)</sup> 龍田・前掲論文(註8)145頁、近藤・前掲論文(註2)173頁参照。

<sup>(28)</sup> 余雪明『証券交易法』(証券市場発展基金会・1990年)260頁は、「証券交易法」20条、いわゆる「反詐欺条項」が証券市場における詐欺的行為を禁止している。この条項によれば、すべての詐欺的または相場操縦的行為、証券の発行者、証券会社ないし証券取引に係る行為などを規制するとしている。

意思表示に対して影響を与えることができないための故意によらないかぎり、詐欺は成立しない。したがって、故意の要素が詐欺の成立には欠かせないものである。この故意は、刑法13条に定められるように、詐欺者が詐欺の構成事実を明かに知り、且つこれを発生させる意思を有すること、または詐欺構成事実についてその発生を予見し、且つその発生がその本意に違反しないことである<sup>(29)</sup>。

このために、詐欺禁止規制の適用、とりわけ「証券交易法」20条については、詐欺行為の成立には故意が要件とされており、過失によって生じた行為は、証券詐欺ではないと指摘されている<sup>(30)</sup>。なお、詐欺による意思表示の保護については、まず詐欺者が相手方を錯誤に陥らせる故意のみならず、この錯誤によって意思表示をさせる故意という二段階の意図が必要であるとしている<sup>(31)</sup>。

詐欺については、積極的な欺罔行為は、勿論であるが、重要事実に対する消極的な隠匿行為は、相手方に錯誤を陥らせて、意思表示をさせる故意があれば、詐欺行為を構成することが可能である。ただし、この場合、当該当事者が告知義務を有し、それを履行しないことが大前提となる。したがって、法律上、または契約上、あるいは取引の習慣上および信義則上における告知義務者でないかぎり、単なる沈黙が詐欺を構成するとは認められないのである<sup>(32)</sup>。

ところで、投資勧誘に際しては、証券会社および先物業者が顧客に告知義務を有していると思われる。すなわち、「証券交易法」44条3項に基づき、「証券商管理規則」33条は証券会社に対して、顧客と受託契約を締結するとき、当該契約の内容および証券取引に関する売買の仕組みの説明を義務付けている。これに対し、先物業者には、「国外期貨交易法」および「国内期貨交易法草案」の規定に従い、顧客に商品先物に関する取引の性質、条件を説明し、とくに「危険予告書」を交付する義務が法律によって、課さ

---

<sup>(29)</sup> 王伯琦『民法総則』（国立編訳館・1982年）65頁参照。

<sup>(30)</sup> 頼英照『証券交易法逐条釋義（2）』（三民書局・1987年）328頁、証券市場發展基金会專題研究報告「我国証券市場之運作與發展」（1992年）289頁参照。ただし、余・前掲書（註27）261頁は、証券詐欺について、故意または重大過失によって成立しうるとしている。

<sup>(31)</sup> 洪遜欣『中国民法総則』（自版・1981年）400頁、王（伯）・前掲書（註29）66頁、施啓揚『民法総則』（自版・1983年）258頁参照。

<sup>(32)</sup> 洪・前掲書（註31）401頁、王（伯）・前掲書（註29）64頁、施・前掲書（註31）258頁参照。

れている（国外期貨交易法20条、国内期貨交易法草案66条、期貨經紀商管理規則27条）。したがって、証券会社および先物業者が顧客に投資勧誘を行なった場合には、契約締結上の告知義務を有すると解すべきであろう。

当該証券会社および先物業者が消極的に事実を隠匿したため、告知義務に違反したとされた場合には、証券・商品取引に関する詐欺禁止規制の適用が認められ、詐欺行為の責任が問われることになるのである。

しかし、詐欺訴訟において顧客が勝訴することは容易ではないと思われる。すなわち、まず詐欺行為についての意図の立証は、極めて困難である。なお、「証券交易法」20条に基づいて、損害を被った顧客は当該証券会社に損害賠償を請求するに当たって、損害の立証だけでなく、損害と証券会社の違法勧誘との間に因果関係が存在することを立証しなければならないとする。とりわけ、証券市場における損害関係の立証の不成功が、賠償請求訴訟の敗因となると指摘されている<sup>(33)</sup>。

さらに、「国内期貨交易法草案」91条は、商品市場における詐欺的行為を禁止しているが、民事上の損害賠償請求権を定めていないため、損害賠償の請求基礎が未明な法的状態になる。「証券交易法」20条のように、顧客である被害者は、詐欺禁止規制に基づき、先物業者に民事上の責任を追及し、損害賠償を請求する際には、大きな問題が存在していると思われる<sup>(34)</sup>。

## 第2款 投資勧誘規制における民事責任の展開と課題

前章の第2節に述べられるように、証券・商品市場の投資勧誘規制は、市場担当の営業行為に特別な配慮を払うために、証券・商品行政監督の体系に従い（証券交易法44条4項、国外期貨交易法7条2項）、証券会社又は先物業者に対し、受託契約を締結する際、適正な営業姿勢の要請として、事前的な作為義務を付けたり、不当行為の禁止規制を定

---

<sup>(33)</sup> 証券市場発展基金・前掲報告（註30）354頁は、流通市場における民事責任の問題について、被害者が一般の損害賠償原理に従い、損害賠償を請求するならば、その請求を否認すると同様であると指摘し、むしろ現代の社会に特有な現象を対応して、擬制損害および因果関係の推定という法理論の適用が相応しいとしている。

<sup>(34)</sup> 米国法における黙示訴権理論について、第2編第2章第1節参照。

めたりするのである。

### 第1項 規制違反と不法行為

1988年証券取引法の改正において、行政院は、「証券交易法」44条4項の追加につき、証券会社に関する業務執行の監督体制を設立するための理由として、証券取引委員会に権限を与えることが、この法改正の重要なポイントであった、と指摘する<sup>(35)</sup>。なお、1992年海外商品取引法の成立、および1993年国内商品取引法の草案につき、主務機関の証券取引委員会は、先物業者の業務姿勢を健全させるための役割を果たし、「国外期貨交易法」7条2項、「国内期貨交易法草案」43条2項の授權により、商品取引業務に関する管理規制の整備が、市場変化の対応と同時に、一層進められるように期待する、と述べている<sup>(36)</sup><sup>(37)</sup>。

また、証券・商品取引諸法の立法規制は、証券・商品市場の管理が高度の専門的技術を要するため、国会よりも、証券・商品取引の経験・知識、または証券・商品市場の状況に詳しい行政主務機関に、規則制定の権限を委ねることが、行政法の立場からすれば適切である、と主張される<sup>(38)</sup>。すなわち、「証券交易法」、「国外期貨交易法」の授權に基づき、いわゆる行政立法を根拠として、「証券商管理規則」、および「国外期貨經紀商管理規則」を制定するのである。しかも、中央法規標準法7条によれば、「証券商管理規則」、「期貨經紀商管理規則」の制定は、主務機関が立法院へ報告を提出することが必要である。この法的授權は、もっぱら特定の事項につき、行政機関による専門的・技術的な対策を期待するために、それにつき法の規制をせず、かえって行政の主務機関に制定の権限を与えることが、適切であるとされている。いわゆる「法の特別委任」の存在を、行政上の委任立法ととらえ、それこそ、行政立法を支持する基本的な理論と

---

<sup>(35)</sup> 1988年「証券交易法」行政院修正草案第44条修正理由参照。

<sup>(36)</sup> 1991年「国外期貨交易法」行政院草案第7条立法理由は、『立法院公報』第81卷第48期院会記録78頁参照。

<sup>(37)</sup> 1993年財政部証券管理委員会「国内期貨交易法草案」第43条説明理由参照。

<sup>(38)</sup> 城仲模『行政法之基礎理論』（三民書局・1984年）134頁参照。

するのである<sup>(39)</sup>。

「証券商管理規則」、「期貨經紀商管理規則」の制定に当たって、主務機関の証券取引管理委員会が法の授權に基づき、立法院へ報告を提出する行政上の委任立法は、形式上は、行政機関の権限に属するため、行政行為とされているが、実質上は、法の授權により、法律上の規制を定める機能が働くために、立法行為の一種であると言われる<sup>(40)</sup>。そして、行政立法は、その授權の範囲内に制定する「証券商管理規則」、「期貨經紀商管理規則」が、「証券交易法」、「国外期貨交易法」の規定と同様に、法的効果を有しているのである<sup>(41)</sup>。

しかしながら、投資勧誘規制で最も問題になるのは、証券会社または先物業者が規制に違反した不当勧誘行為に対し、民事上の法的対応である。すなわち、まず委託契約の効力は、法違反の勧誘行為に影響を与えられるのか。そして、それによって顧客が損害が蒙った場合、顧客は、証券会社又は先物業者に対し、損害賠償請求を追及することができるだろうか。なお、もしできるならば、その民事責任はどのような法的根拠に基づいているものであろうか。これは、証券・商品取引における投資者の保護、ならびに証券・商品市場に対する信頼性の維持のため、重要な課題と思われる。

まず、投資勧誘規制違反の行為については、証券商管理規則45条、期貨經紀商管理規則58条により、行政的処分を与えられるのである（証券交易法175条、国外期貨交易法36条、39条、40条）。ところで、証券取引法の禁止規制に違反する証券会社の行為に対して、法律上の効力がどう解釈すべきかにつき、裁判所が判断を下している例は見受けられない。ただ、銀行・証券分離政策の下で、証券会社は銀行業務としての預金の受け入れ、資金の貸付をすることが、1988年、改正前の「証券交易法」60条1項1号に違反し

---

<sup>(39)</sup> 管欧『中國行政法総論』（自版・1984年）437頁、林紀東『行政法』（三民書局・1985年）295頁参照。

<sup>(40)</sup> 城・前掲書（註38）136頁参照

<sup>(41)</sup> 城・前掲書（註38）156頁、管・前掲書（註39）437頁参照。

たに関する裁判所の見解は、参考の余地があると思われる<sup>(42)</sup>。

この問題について、裁判所の見解は、大きく分れているようである。

まず、元大証券会社が証券取引のため、委託取引の口座を利用し、顧客に預金の受け入れ業務を行なった証券取引法違反の事件においては、最高裁の判決は、法違反の行為につき、異なる見解を示しているのである。すなわち、最高法院（＝最高裁）民國65年度（1976年）台上字第2979号判決は、「証券会社が預金の受け入れをしてはならないことは、証券取引法60条1項1号で定められている。それは、法律上の禁止規定である。もしも、証券会社が、この禁止規定に違反し、顧客に預金の受け入れを行なったならば、民法71条前段に定められる原則に従い<sup>(43)</sup>、証券会社と顧客との間の消費貸借契約は無効とすべきである」、としている。なお、同判決は、司法院大法官會議釋字59号を参照しながら、証券会社による法違反の行為は無効となり、上述の消費貸借契約は無効となると指摘した<sup>(44)</sup> <sup>(45)</sup>。

しかしながら、司法院大法官會議釋字59号の見解には、有力な反対意見がある。すなわち、会社法には、政策上の考慮のため、会社の権利能力を制限する規定があるが、もし、会社が登記目的以外の業務執行を行ない、それが法違反の業務行為となるとしても、必ずしもその行為が無効となるとは限らない、というのである<sup>(46)</sup>。

次に、同元大証券会社の事件では、最高法院民國66年度（1977年）台上字第1726号判決は、「証券取引法60条1項1号は、証券会社が預金の受け入れ又は資金の貸付をしてはならないとしている。しかし、その法違反については、主務機関は、同法66条の規定に

---

<sup>(42)</sup> 証券取引法60条1項は、以下のように定めている。

証券業者は、預金の收受、貸付の取扱、または有価証券、金銭の貸借の代理若しくは媒介をすることができない。ただし、主務機関の許可を経たときは、次の行為をなすることができる。

(1) 有価証券売買の融資または証券の貸与

(2) 有価証券売買の融資または証券の貸付の代理

<sup>(43)</sup> 民法71条は、法律行為が強制又は禁止規定に違反する場合は、無効とする。但し、その規定が無効としないときは、この限りでない。

<sup>(44)</sup> 司法院大法官會議釋字59号は、会社法23条（現行法16条）は、他の法律または定款の規定によって保証することができる場合を除き、如何なる保証人にもなることができないとする。会社の代表者はこの規定に違反し、会社の名義で他人に保証することが、会社の行為とは認めず、会社に効力を生じないとしている。

<sup>(45)</sup> 元大証券股分公司事件は、最高法院民國65年度（1976年）台上字第2979号判決参照。

<sup>(46)</sup> 柯芳枝『公司法論』（三民書局・1984年）30頁参照。

より、証券会社に対し警告、または休業、あるいは営業免許の取消などとする行政処分を行なうことができる。なお、法に違反する者は、同法175条に刑罰の規定に服すべきであろう。その法違反の行為、いわゆる証券会社による預金の受け入れ又は資金の貸付の行為は、必ずしも無効となるとは認められない」と指摘した<sup>(47)</sup>。

そして、証券会社が「証券交易法」60条1項に違反し、銀行業務を行なった行為について、最高法院民國68年度（1979年）第三次民事庭庭推会議は、以下のような決議を下した。すなわち、証券取引法60条1項1号は、取締規定であり、効力規定ではないため、民法71条は適用されない。したがって、証券会社がこの規定に違反し、預金を受け入れたり、資金を貸付たりした場合には、主務機関が「証券交易法」66条により、警告、または休業、あるいは営業免許の取消を内容とする行政処分を行ない、違反者は、同法175条の刑事責任を負わなければならないのである。その預金の受け入れ行為（消費寄託）、又は資金の貸付行為（消費貸借）は、無効とはならないと指摘している<sup>(48)</sup>。

なお、最高裁は、この決議を受けて、「証券交易法」60条1項1号に違反した証券会社の銀行業務が無効ではないと示している。さらに、その禁止規定は、効力規定でなく、むしろ取締規定であるため、民法71条の適用はないと指摘されている<sup>(49)</sup>。

このように、「証券交易法」による証券会社の禁止規定については、最高裁の司法判断における法的規制に関する見解が異なるために、規制違反の行為の私法上の効力も左右されるようである。

さらに、証券会社または先物業者が法に違反して不当な勧誘行為を行なって締結された委託契約の効力はどうなるであろうか。

証券・商品取引に関する法的規制では、証券・商品市場の行動を管理・監督することを目的にして、効力の強行規制を設けていると指摘する説がある。これに対して、効力規制に抵触し、契約が無効であるという法理論は、証券・商品市場に不安定な要因をもたらすことになると指摘し、それは法の本意ではないとする見解も見られる<sup>(50)</sup>。

---

<sup>(47)</sup> 元大証券股分公司事件は、最高法院民國66年度（1977年）台上字第1726号判決参照。

<sup>(48)</sup> 民國68年（1979年）3月21日・68年度第三次民事庭庭推總會決議（一）参照。

<sup>(49)</sup> 元大証券股分公司事件は、最高法院民國68年度（1979年）台上字第879号判決参照。

<sup>(50)</sup> 証券市場發展基金会・前掲報告（註30）353頁参照

証券会社または先物業者が禁止規定に違反し、顧客に投資勧誘を行なった場合の委託契約の効力については、頼教授が指摘されるように、法的見解が一致することは期待できないであろうと思われる。しかも、裁判所は、強行法規の違反を無効とする民法71条の規定に従わずに、取引上の秩序を維持することを優先に考慮すべきとする傾向の見解を有し、規制違反の行為が直ちに無効とはならないとしている<sup>(51)</sup>。

## 第2項 勧誘行為における契約法上の責任

投資勧誘は、投資契約を締結するための誘引である。すなわち、他人に対して、自己に申込をさせるよう勧誘する行為であり、これを申込の誘引と言われる。投資契約の締結のための「意思の通知」は投資勧誘の本質であり、この申込の誘引には、法律上の効果は根本的に発生しないとしている<sup>(52)</sup>。

ところで、証券・商品市場においては、証券会社または先物業者が積極的に投資者へ投資勧誘を行なったために、その投資勧誘と同時に、数多くの一般投資者は専門家への信頼に基づき、投資を決定し、証券会社および先物業者を証券・商品取引の委託契約を締結するわけである<sup>(53)</sup>。

この投資勧誘は、投資者の投資決定に大きな影響を及ぼす。しかも、証券・商品取引の委託契約を締結する段階において、両当事者における取引能力の格差が極めて大きく、証券・商品取引の委託契約締結に関しては、当事者の地位の平等性は存在しない。すなわち、むしろ投資活動の対象である証券・商品取引は、非常に複雑なものであり、その取引には、専門的な技術が必要である。しかしながら、証券・商品市場に関する情報の獲得・分析能力、および証券・商品取引に関する知識・経験については、一般の投資者

---

<sup>(51)</sup> 頼英照「証券交易法修正条文逐条釋義」実用税務170巻102頁参照。

<sup>(52)</sup> 王伯琦『民法債篇総論』（國立編譯館・1982年）15頁、孫森炎『民法債編総論』（自版・1982年）34頁、鄭玉波『民法債編総論』（三民書局・1983年）43頁、王澤鑑『民法債編総論（1）』（自版・1988年）123頁参照。

<sup>(53)</sup> 神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座（6）』（日本評論社・1991年）157頁は、証券・商品市場における個人投資者の増加については、証券会社又は先物業者が投資者層の拡大に果たした役割を無視することができない。さらに、個人の投資決定は投資勧誘に基づき、投資活動に応じることが数多いと指摘されている。

は、証券会社または先物業者に及ばない。なお、証券会社又は先物業者は、営利法人であるために、業務の利益追及を企業発展の原動力としている。行き過ぎた投資勧誘行為、いわゆる過大な勧誘活動は、投資者に被害をもたらす危険性がかなり高いと指摘されている<sup>(54)</sup>。

確かに、証券・商品取引は複雑である。それに、高度の専門的知識を必要とするために、投資者は、投資判断に当たって、専門家である証券会社又は先物業者の勧誘あるいは、助言指導に依存し、その勧誘・助言を信頼し、そして証券会社又は先物業者に委託して、取引を行なう。そのために、契約締結の交渉段階における投資勧誘の問題は、投資者保護の立場からすれば、極めて重要な課題であると思われる。

そもそも、委託契約の法律関係は、顧客の投資者が証券・商品取引に関する事務の処理を証券会社又は先物業者に委託する約定にもとづくものである（民法528条）。したがって、証券会社又は先物業者は、委託契約に基づき、受託事務の処理に関する給付義務、注意および報告義務を負うべきである。それは、委託契約の債権・債務関係における基本的義務、いわゆる主たる義務である。

現代における契約法の発展に伴い、契約関係は、当事者が誠意をもって、相互信頼により契約を締結ないし履行すべきことを当然の要請としている。それは、林教授が指摘するように契約の内在的制約である。すなわち、私法関係全体を支配する「信義誠実の原則」が存在し、契約は具体的な事情の下に信義則に従い、解釈されなければならないことを意味している<sup>(55)</sup>。

さらに、契約は、当事者相互の信頼基礎にして、法律上の特別な「結合関係」を成立させるものである。契約目的の完全な達成するために、または契約当事者の利益を保護するために、当事者は、契約関係に基づく主たる給付義務のほか、債権・債務関係の進展にともない、事情により付随的な義務を負わなければならないとしている<sup>(56)</sup>。

---

<sup>(54)</sup> 龍田 節「証券売買の勧誘」法学教室157号57頁は、証券会社による不当な投資勧誘が、投資者個人の利益を侵害する可能性がある。それにもかかわらず、その非行は、資本市場に対する証券会社の役割を歪めて、証券市場に対する投資者の信頼を損なうため、市場経済への資金調達が間接に影響を与えられるとしている。

<sup>(55)</sup> 林 良平『債権各論』（青林書院・1986年）6頁参照。

<sup>(56)</sup> 王澤鑑「締約上之過失」『民法学説與判例研究（1）』（台湾大学法学叢書5・1983年）85頁参照。

このように、信義誠実の原則が内在的規範として、法的に義務付けられることが、社会的要請となっていると指摘されている。しかも、この信義誠実の原則については、私法上の契約関係への適用範囲が広められつつあり、契約締結前の交渉段階、又は契約終了後の段階にも、契約の関係当事者は信義則上の義務を負うと主張されるに至っている。したがって、契約のための交渉段階においては、過失によって相手方に損害を与えた当事者は、信義則上の義務に違反として、契約法の責任を負うべきである。とりわけ、証券・商品取引において、証券会社又は先物業者の専門家と一般の投資者との格差があった場合には、専門家が相手方の経験・知識・能力の不足に乗じて、不当な勧誘を行ない委託契約を成立させることに対して、信義則上、投資者に対して、法律上何らかの保護が与えられるべきであると指摘される<sup>(57)</sup>。

そのために、法は、証券・商品取引の受託契約を締結するとき、証券会社又は先物業者に作為義務を付けている。すなわち、「証券交易法」の授權に基づく「証券商管理規制」、「国外期貨交易法」、それに基づく「国外期貨經紀商管理規則」および「国内期貨交易法草案」には、証券会社または先物業者は、顧客に投資勧誘を行なう際にして、説明義務、認識義務を履行しなければならないとしている（証券商管理規制33条、34条、国外期貨交易法20条、国内期貨交易法草案66条、国外期貨經紀商管理規則32条）。なおさら、商品取引のため、法は特別の考慮に基づき、先物業者に交付義務を定めるのである。

また、証券会社および先物業者により、適切でない投資勧誘が行なわれた場合、正確な証券・商品取引の投資概念が曲解され、不当な投資決定による財産上の損害が発生しやすくなるために、契約上のトラブルは避けられなくなると思われる。法は、証券会社、または先物業者に以下のような行為を禁止している。すなわち、虚偽、詐欺、又は他人に誤信を生じさせるにたる不実行為をしてはならないこと（証券商管理規則36条1号、5号、国外期貨交易法18条2項、期貨經紀商管理規則56条2号、国内期貨交易法草案65条2項）、保証行為（証券商管理規則36条2号、国外期貨交易法21条2号、3号、国内期貨交

---

<sup>(57)</sup> 宮川 澄「契約と信義誠実の原則」『契約法大系（1）』（有斐閣・1962年）16頁、本田純一「契約締結上の過失理論について」『現代契約法大系（1）』（有斐閣・1983年）206頁参照。

易法草案48条2号、3号)、および特定銘柄の推奨行為(証券商管理規則36条2号、期貨經紀商管理規則56条2号)を行なうことを禁止している。

このように、台湾における証券・商品取引の法的規制は、顧客に対する作為義務、または禁止義務を、証券会社および先物業者に課しているのである。この義務の発生は、委託契約の法的関係から派生するものではなく、むしろ証券・商品取引の特殊性に応じ、信義誠実の原則に基づき、委託契約の交渉段階において当事者の証券会社および先物業者に対して法的義務を課するものである。委託契約の関係にかかわらず、この法的義務は、委託契約の交渉段階における投資者の取引利益の確保を目的とするものであり、証券会社および先物業者の付随的義務となるのではないかと思われる<sup>(58)</sup>。

投資者が委託契約を締結するために、証券会社又は先物業者と交渉する際にして、王教授が指摘しているように、当事者間は、一般の「普通関係」から特殊の「連繋関係」に立ち、特殊な信頼関係が存在しているのである。それによって、投資勧誘に関する法的規制は、委託契約に基づき、給付義務を内容とせず、むしろ信義誠実の原則に従い、証券会社又は先物業者に説明義務、認識義務、および禁止行為の不作为義務を課する。また、同教授は、付随義務の法的性質については、不法行為の注意義務を離れて、契約関係に接近するため、契約法の原則を適用するほうが、当事者の利益保護により相応しいとしている<sup>(59)</sup>。

---

<sup>(58)</sup> 王(澤)・前掲書(註52)31頁は、付随的な義務は、契約関係に基本的義務の実現を促進し、債権者に最大の「給付利益」を獲得する補助機能を有している。なお、この義務は、相手方の当事者に身元、および財産上の利益を維持する保護機能があるとしている。

<sup>(59)</sup> 王(澤)・前掲論文(註56)85頁参照。

## 第五編 市場仲介者の投資勧誘に関する展望

## 第1章 市場仲介行為の課題

基本的には、証券・商品取引は、取引所取引である。すなわち、証券・商品売買委託の対象である取引は、相対取引としての個性が失われ、証券取引所および商品取引所が開設する証券市場、または商品市場において行なわれる。そこで、取引所である設備を通じて、定型的・集団的になされる市場取引が証券・商品取引である<sup>(1)</sup>。そして、証券取引法および商品取引所法において、取引所取引の主体が当該取引所の会員に限られるために、一般の投資者は証券・商品取引に参加できず、証券会社または商品取引員を通じてしか取引し得ないとされている（証取法107条、商取法77条）。

証券会社および先物業者は、証券・商品取引において市場の中核を構成するものと言われる。とりわけ、証券会社は、証券市場において証券の発行企業と一般投資者との間の取引、および証券売買における投資者間の取引を結ぶ唯一の媒体である。証券取引法2条8項の規定によれば、証券会社は主として、発行市場において証券の引受・分売を行ない、企業の資金調達を側面から支えるとともに、投資者に投資物件を提供することと、流通市場において証券の売買を行ない、さらに顧客の注文を実行し、一般投資者による投資物件の取得および投資回収の委託を媒介し、取り次ぎ、または代理することを業務としている。すなわち、有価証券を通じて、資源の効率的な配分をもたらし、国民経済の適切な運営に寄与する証券市場を有効に機能させる中心的役割を、証券会社は果している<sup>(2)</sup>と指摘される。

証券会社に対して、先物業者は自己の名をもって、顧客の計算において商品先物取引

---

<sup>(1)</sup> 今野 勉「取引所における売買取引について」『商事法の研究』（有斐閣・1965年）310頁、大隅健一郎『商法総則』（有斐閣・1978年）100頁、野尻孝夫「取引所市場の規制」『証券取引法大系』（商事法務研究会・1986年）434頁参照。

<sup>(2)</sup> 河本一郎＝大武泰南＝神崎克郎『証券取引ハンドブック [最新版]』（ダイヤモンド社・1990年）13頁（河本）、竹内昭夫＝道田信一郎＝前田 庸＝龍田 節＝手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）533頁参照（龍田）。

の受託業務を行なう者である<sup>(3)</sup>。

いずれにしても、証券会社および商品取引員は、証券・商品市場と投資者とを結ぶ唯一の媒体、いわゆる市場仲介者である。この市場仲介者は証券・商品取引の主たる担い手として、重要な役割を果たすように期待されている。

## 第1節 市場仲介者行為の国際的調和

### 第1款 証券監督者国際機構（IOSCO）における行為規範原則の考察

国際証券監督者機構（International Organization of Securities Commissions, 以下に IOSCO を略称する）は、1990年11月の Santiago 第15回年次総会において証券業者の国際的な行為規範原則を採択した。

IOSCO の専門委員会第8作業部会において、主として1970年代末以降、金融市場の変化に基づき、顧客利益の優先と市場の健全性を促進するため、国際的なレベルの金融機関の仲介行為規範を定めることが、極めて必要であるとされた。すなわち、金融仲介機関に対し、（1）金融業務の適切な遂行のための必要な能力を十分に有すること、（2）顧客の情報に関すること、（3）公正かつ慎重に顧客を取扱うこと、（4）利益相反を回避し、またはそれが生じる場合には公平に対応すること、（5）市場規制機関と協力し、市場規制を遵守すること、（6）取引規則を作成し、従業員に遵守させることを要請することが、顧客の利益を保護し、市場の信頼性を確保するために、重要であるとされたのである<sup>(4)</sup>。

IOSCO は、資本市場の国際化とともに、金融取引規制・監督上の諸問題を議論する場として、自己資本規制の国際的統一、会計監査基準の調和、証券業者の行為規範原則

---

<sup>(3)</sup> 神崎克郎「商品取引所法逐条解説（56）」商品先物市場昭和59年3月号16頁参照。なお、河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）122頁は、商品取引所法は商品取引員に商品先物取引の受託業務を独占するという特権を与えられるとしている。

<sup>(4)</sup> The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, International Conduct of Business Principles (Working Party N°8, July 9, 1990).

なお、国際証券委員会機構専門委員会第8作業部会「国際行為規範原則（和訳）」『証券取引審議会報告：証券監督者国際機構（IOSCO）の行為規範原則の我が国への適用について』（資本市場研究会・1991年）35頁参照。

などのテーマについて、専門委員会を設立し、個別に検討を行なっているのである。なお、IOSCOで採択されたこの国際行為規範原則は、いわゆる業者規制であるが、顧客利益の保護および市場の健全性の確保のため、証券およびすべての派生的商品（先物、オプション等）を取り扱い、または助言を行なう業者およびその販売代理人に適用される、金融サービスを提供する者の活動を規制する諸原則である<sup>5)</sup>。

この国際的な行為規範原則は、具体的には以下の七つ原則からなっている<sup>6)</sup>。

(1) 誠実・公平 (HONESTY AND FAIRNESS) 業者は、その業務の遂行に当たっては、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべき、誠実かつ公平に行動しなければならない。この原則は、錯誤を回避する義務および欺罔行為または欺罔表現を回避する義務を含む。

(2) 注意 (DILIGENCE) 業者は、その業務の遂行に当たっては、顧客の最大利益および市場の健全性を図るべく、相当の技術、配慮および注意をもって行動しなければならない。この原則は、最善執行義務を含む。

(3) 能力 (CAPABILITIES) 業者は、業務の適切な遂行のために必要な人的資源および手続きを整備し、採用しなければならない。この原則は、業者がその使用人および販売代理人に服せしめるために、ルールおよび内部手続き（従業員の取引規則を含む）を整備し、効果的に執行する義務を含む。

(4) 顧客に関する情報 (INFORMATION ABOUT CUSTOMERS) 業者は、サービスを提供するに当たっては、顧客の資産状況、投資経験および投資目的を把握するように努めなければならない。この原則は、「顧客を知る義務」を含み、業者がいわゆる適合性原則を満たすためにも必要な要素である。

(5) 顧客に対する情報 (INFORMATION FOR CUSTOMERS) 業者は、顧客との取引に関する具体的な情報を十分に開示しなければならない。この原則は、業者に、顧客

---

<sup>5)</sup> 岡本佳郎「IOSCO 行為規範原則のわが国への適用について」商事法務1245号2頁、証券取引研究会「IOSCOの行為規範原則のわが国への適用について(1)」インベストメント1993年4月号41頁参照（森本報告）。

<sup>6)</sup> The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions, Supra note (4), 国際証券委員会機構専門委員会第8作業部会・前掲資料（註4）44頁参照。

が示された投資判断の可否を決定するために必要な情報（リスクに関する事実等）を獲得し、提供する義務のみならず、顧客のためおよび顧客と行なわれた取引に関して適時かつ正確に開示する義務を含む。

(6) 利益相反 (CONFLICTS OF INTEREST) 業者は、利益相反を回避するべく努力しなければならない。利益相反が回避できない場合には、全ての顧客について公平な取扱を確保しなければならない。この原則は、利益相反が対応可能なものであることを示している。顧客の公平な取扱を確保するための適切な対応は、ディスクロージャー、機密に関する内部者規則またはその他の適当な方法等によって達成できる。

(7) 遵守 (COMPLIANCE) 業者は、顧客の最大利益および市場の健全性を図るため、その営業活動に適用される全ての規則を遵守しなければならない。

ところで、この行為規範原則には、何らの強制力もなく、特別の法的義務を課するものではないと思われるが、IOSCOはこの原則を採択し、各加盟国証券監督当局および証券取引所に対して、自国の規制体系を通じて、自主的に実施するように期待するものであると指摘される<sup>7)</sup>。

## 第2款 証券取引審議会報告書

IOSCOの行為規範原則の制定について、日本では、1991年2月5日証券取引審議会の公正取引特別部会が「証券監督者国際機構の行為規範原則の我が国への適用について」をテーマとして検討し、証券業者の規制のあり方に関する報告書を提出した。

まず、同報告書は、日本証券市場の現状に鑑みて、この行為規範原則の採択を契機として、証券「業者規制の国際的調和を図っていくという観点も踏まえつつ、我が国の業者規制につき、この七つの原則の観点から、体系的な検討を加え、所要の見直しを行なうことは、投資者保護、市場の健全性、透明性の確保を一層推進するため、時宜に適ったものと考えられる」ことを基本的な考え方とし、具体的な対応を以下のように指摘し

---

<sup>7)</sup> 神崎克郎「証券業者の行為規範の見直し：イオスコ行為規範原則のわが国への適用」ジュリスト977号37頁、証券取引研究会・前掲報告（註5）42頁参照（森本）。

ている<sup>(8)</sup>。

すなわち、同審議会は、証券取引法において顧客に対する業者の誠実・公平についての直接的な規定がないために、証券会社は顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべき、誠実かつ公平に行動しなければならないという規制を設けることを検討すべきと指摘している。これに対して、業者の注意義務についての規定はないが、同審議会は、証券業協会、証券取引所の自主規制ルールにおいて最善執行義務などの規定が置かれてるほか、民法の善管注意義務の原則が適用されることから、証券会社に関する注意義務の明文規定を設ける必要はないとしている<sup>(9)</sup>。さらに、同審議会は、証券業務の多様化・高度化、および今後の新商品やリスクの大きい取引の開発・普及に対応し、証券外務員の資質の向上を図るため、証券業者の役職員教育の徹底、内部管理体制の強化を検討すべきこととが必要としている<sup>(10)</sup>。

つぎに、情報管理に関するものである。同審議会は、証券会社が一般投資者向けの広告で、特に投資者の判断を誤らせるおそれのあるものについては、健全性省令等に所要の規定を整備することを検討すべきであるとし、顧客に対する情報の管理規制を消極的にではあるが指摘している。また、同審議会は、昭和49年大蔵省証券局長通達「投資者本意の営業姿勢の徹底について」においていわゆる「適合性原則」を健全性省令等に規定し、法令上の根拠を明確にすることが適切であるため、顧客に関する情報を把握し、顧客の状況に応じるような証券受託業務のあり方を積極的に示唆しているのである。とりわけ取引一任勘定については、一定の取引類型に限定され、かつ厳正な社内管理体制が整備されている場合を除き、証券会社の営業姿勢の一層の適正化を図る観点から、一般的に禁止することを検討すべきとしている<sup>(11)</sup>。さらに、証券取引制度における利益相反の問題について、特に証券会社と内部者取引規制に関しても検討の余地があることを指摘している<sup>(12)</sup>。

---

<sup>(8)</sup> 平成3年6月19日証券取引審議会報告「証券監督者国際機構 (IOSCO) の行為規範原則の我が国への適用について」(資本市場研究会・1991年)12頁参照。

<sup>(9)</sup> 前掲報告(註8)13頁参照。

<sup>(10)</sup> 前掲報告(註8)13頁参照。

<sup>(11)</sup> 前掲報告(註8)14頁参照。

<sup>(12)</sup> 前掲報告(註8)15頁参照。

市場仲介者の行為規範については、誠実・公正義務にかかる一般規定とする同審議会の考え方が支持される。すなわち、市場仲介者、とりわけ証券会社が証券取引のブローカー業務、ディーラー業務、さらにアンダーライター業務を営む者であるため、この誠実・公正義務を明示的に規定することは、利益相反に関する証券会社の不正行為を防止する効果がある。これは、投資者保護の側面に重要な機能を有すると言われる<sup>(13)</sup>。

また、証券会社および先物業者が適合性の原則に従い、当該顧客に対して、証券・商品取引に関する知識・経験、または財産の状況に照らし、顧客の投資意向と実情に合致するような投資勧誘の姿勢を遵守するよう、倫理上、法律上には要請されるべきである。なお、森本教授は、投資勧誘において市場仲介者が、当該取引に関する重要な情報を顧客に開示すべきと述べている。すなわち、いわゆる取引開始前の情報開示は、「業者の不公正な取引勧誘を阻止するとともに、投資者の自己責任に基づく取引、合理的な投資判断をなすことを可能にする」ものであり、投資勧誘制度の大前提である<sup>(14)</sup>。

## 第2節 投資者保護と市場仲介者制度

証券・商品取引における投資活動は、原則として、投資者が自己の自由な意思に基づき、投資判断により行なうものである。このために、いわゆる「自己責任の原則」にしたがい、証券・商品取引による損益結果に関しては投資者自身が、その責任を負わなければならないものである。

証券・商品取引の投資勧誘については、もっぱら専門知識・情報のある証券会社および先物業者が不特定多数の一般顧客に対し、証券・商品先物投資を勧誘し、委託契約を締結させる場合が一般的である。このように証券・商品取引における自己責任の原則の下で、投資勧誘規制の基本構造は、市場仲介者と投資者保護の課題にとって重要な意義

---

<sup>(13)</sup> 証券取引法研究会「IOSCOの行為規範原則の我が国への適用について（4・完）」インベストメント1993年6月号64頁参照（森本報告）。

なお、同教授は、推奨販売については、証券会社の売買差益獲得が主たる動機であると指摘している。もし、証券会社は引受証券についてのブローカー業務を利用し、自己の利害関係しか考えないとする場合には、顧客との利害相反行為が問題の一つとなると考えられる

<sup>(14)</sup> 証券取引法研究会「IOSCOの行為規範原則の我が国への適用について（3）」インベストメント1993年6月号44頁参照（森本報告）。

を有している。すなわち、証券会社および先物業者は、顧客である投資者に対し証券・商品取引を適切かつ公正に仲介することが求められており、これは市場仲介者に対する基本的な要請である<sup>(15)</sup>。

いわゆる「市場法論」によると、証券取引法は、市場経済秩序の下、金融市場を対象とする銀行法等の金融関係法、商品・役務等の事業活動に関する一般市場を対象とする独占禁止法、商品先物市場を対象とする商品取引所法、生鮮消費財市場を対象とする卸売市場法等と並んで、証券市場における市場機能の確保を目的としていると理解すべきであるという<sup>(16)</sup>。上村教授が指摘しているように、証券取引法における市場法の理論に基づき、証券会社は端的に証券取引法上の存在であると解すべきであり、証券会社は「証券取引法を機能させるうえでの要石」である<sup>(17)</sup>。

この市場法論によれば、証券市場を中心に据え、大衆を大幅に参入させるような市場の成立条件を確保することが必要であり、また投資者を市場の構成員とする証券市場の機能を確保し、適正な資源配分に資することが必要であり、証券取引法はこのような基本的認識の上に立たなければならないという。したがって、証券取引法の主役は市場と投資者である一方で、証券会社は証券取引所の会員として、投資者と市場の間に介在している者であり、市場機構の担い手としての公的な存在であるという<sup>(18)</sup>。

神田教授が指摘しているように、証券会社は「市場法論」に基づいて、証券市場の機能を健全かつ効率的にさせるための公益的役割を有し、高度の義務を負うべきであると

---

<sup>(15)</sup> 神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院・1987年）36頁、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣・1993年）5頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会・1995年）5頁は、証券取引法は、投資者が自由な責任と判断で公平かつ公正な証券取引を行なうために、証券の開示制度および公正な証券取引の確保を通じて、投資者保護の目的を達するとしている。すなわち、法は、証券市場における不当な行為の排除、情報開示要請の徹底とともに、投資者の自己責任原則を裏付け、これを証券取引制度の前提とするのである。

<sup>(16)</sup> 上村達男「証券取引法の課題と目的」税務弘報37巻5号123頁参照。

なお、上村達男「セキュリティゼーションと証券取引法（中）」商事法務1100号41頁は、従来の証券取引法の民商的理解は、主として投資者と証券会社との取引を中心にして、私的利害関係を調整するものとして高く評価されるべきであるが、証券取引において市場の有する国民経済的機能に正面から対応する余地を少なくし、証券取引法を矮小化させるという面を有していたことと指摘している。

<sup>(17)</sup> 上村達男「証券会社の法的地位（下）」商事法務1314号15頁参照。

<sup>(18)</sup> 上村・前掲論文（註16）124頁参照。

いう<sup>(19)</sup>。すなわち、この「市場法論」における証券会社は、投資者の判断を正しく市場に反映させ、市場機構における公的責任を果すような公的機能を求められるため、営利追及を第一義のものとしてはならず、その地位は証券取引法上の特殊な株式会社であると解すべきである。したがって、証券会社における私企業としての営利性は、証券取引法に公益的役割を果すかぎりにおいて認められるものであり、また証券会社における免許制度は、市場メカニズムの担い手として公益的役割を果すことを理念としており、証券会社は、いかなる安定性・信頼性を求める証券取引制度維持の責任者であるといわれる<sup>(20)</sup>。

そこで、証券取引における市場メカニズムの充実のために、証券会社は、(1) 市場仲介者に対する信頼性の確保、(2) 投資判断を確実に市場へ反映させるべき責任、(3) 適切な投資判断を確保すべき責任、(4) 市場管理責任といった様々の公的義務を負うべきこととなる。とりわけ、証券会社は、市場と投資者との唯一の媒体である。このために、投資勧誘段階において証券会社は、投資者の投資判断を証券市場に正確に反映させるべき責任を負うのみならず、積極的に投資者に正しい投資情報を提供し、顧客に相応しい良質な投資判断、いわゆる「投資者の投資対象に対する真摯な判断」の形成を確保する責任を負うべきと指摘されている。これは、証券会社が市場機構の担い手として、公正な価格形成の確保へ向けて貢献すべき公的地位に従い、投資者に独自の投資判断形成の手助けをするものとして相応しい対応を行なうことが求められることになる。こうした証券会社の役割が十分に果されることにより、公正な市場価格が形成されることは、国民経済の適切な運営に寄与する市場法論の基本であると言われる<sup>(21)</sup>。

また、証券会社が断定的判断の提供、損失・利益の保証、虚偽の表示等による違法な勧誘行為を行なった場合には、「投資対象に対する真摯な投資判断」でもなく、市場に

---

<sup>(19)</sup> 神田秀樹「証券会社・証券市場の仲介業者の規制」法学教室156号60頁参照。

<sup>(20)</sup> 上村・前掲論文(註17)15頁、上村達男「証券会社の法的地位」税務弘報39巻13号178頁参照。

なお、上村達男「投資者保護概念の再検討」専修法学論集42号27頁は、証券取引所自体が公共性の強い存在である以上、証券取引所における売買を独占している証券会社の公共性も肯定され、証券会社が公的役割を十分に果すことを期待すべきとしている。

<sup>(21)</sup> 上村・前掲論文(註17)16頁、上村達男「証券取引法における市場法的構成の試み」私法48号184頁参照。

反映させる相応しい投資判断でもなく、むしろ市場の価格形成を損なう行為と解すべきである。また、正確な投資判断が形成される可能性が期待できない投資者については、証券会社は証券取引法54条1項1号の適合性原則に従い、投資勧誘・受託自体を禁止されることが適切であると思われる。さらに、証券会社は市場機構の担い手であるために、内部者取引、相場操縦などの市場阻害行為を知りながら、勧誘・受託することも当然に禁止されるべきであると指摘される<sup>(22)</sup>。

そもそも、証券・商品取引をするためには、高度の専門技術が必要であるが、近時は金融商品の多様化・複雑化とともに、当該投資商品に対する専門的知識・情報および経験を一般投資者が正確に認識することは困難である。しかも、バブル経済の崩壊を背景として、各金融商品等の投資により損失を被った投資者が、当該商品を勧誘・販売する際において一定の説明を要するか否かを争点として、いわゆる「説明義務の違反」を理由に、市場仲介者に民事責任を追及する訴訟が急増している。そして、投資商品における市場仲介者の説明義務は、投資対象によりかなり違っているが、市場仲介者は、当該取引に専門的な情報やサービスの提供をする際にして、説明義務の延長として、より合理的な投資を行なうべく積極的な助言を要する場合があるかどうかに関しても、一層の検討が求められている<sup>(23)</sup>。

上村教授は「市場法論」に基づき、証券会社の実像を探求することについては、法技術的・理念的・政策的な面を総合的に検討し、とりわけ1991年における証券不祥事を背景として、証券会社は、市場仲介者である以上、証券市場を健全かつ効率的に機能をさせるよう、高度の義務を負うべきであると主張する。他方、神田教授は、「市場法論」により明快な解釈論を持ちながら、証券取引法に重要な新学説を形成すると同時に、証券市場の特殊性を強調し、証券会社が市場を機能するために高度な義務を課されることにつき、若干躊躇を感じていると指摘している<sup>(24)</sup>。なお、証券取引機関の公益性格を強調し、証券会社に証券不祥事の責任を課す新たな展開を見せる市場法論に対し、証

---

<sup>(22)</sup> 上村・前掲論文（註17）16頁参照。

<sup>(23)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為（再論）」判例タイムズ877号17頁参照。

<sup>(24)</sup> 神田・前掲論文（註19）61頁参照。

券取引における証券会社の任務を公益的性格から演繹的に導けば、法の自律的展開を阻害するおそれがあると指摘される<sup>(25)</sup>。それにもかかわらず、市場仲介制度における新たな問題の提起をきっかけにして、「市場法論」が今後、証券会社に対する一層の研究に寄与することが強く期待される。

さらに、このように証券会社および先物業者を一種の専門家を捉えることにより、説明義務の違反を「専門家責任」の問題として、市場仲介者の民事責任を問うべきという議論もあり、市場仲介者の投資勧誘に関する新たな重要課題として、検討されるべきものと思われる<sup>(26)</sup>。

---

<sup>(25)</sup> 近藤＝吉原＝黒沼・前掲書（註15）276頁参照。

<sup>(26)</sup> 清水・前掲論文（註23）17頁、小林秀之「金融機関の説明義務の日米対比」金融法務事情1407号41頁参照。

## 第2章 市場仲介者の専門家の責任

### 第1節 専門家的地位

証券会社および先物業者は、専門的に証券・商品取引の仲介を行なう者である<sup>(1)</sup>。市場仲介者の人的構成については、法は証券会社および先物業者に対して、取引業務を公正かつ適格に遂行するような知識・経験を要求することとし、証券・商品市場における信用保持と投資者保護を図るため、専門家が証券・商品市場の担い手として求められるとしている（証取法31条1項2号、商取法44条1項3号）。

証券・商品取引をするために、顧客は証券会社または先物業者に委託しなければならないとされている。この市場仲介者による受託制度については、証券会社および先物業者は、とりわけ現行法の免許制に基づき、証券・商品取引の受託業務を独占する者である<sup>(2)</sup>。なお、証券・商品取引の投資勧誘を契機として、一般投資者は証券会社または先物業者が専門家であると認識し、その助言指導に依存して、証券会社または先物業者と委託契約を締結する場合が普通であるといわれる<sup>(3)</sup>。しかしながら、一般投資者が証券会社または先物業者を通じて、証券・商品取引をする場合、龍田教授が指摘しているように、専門家と一般投資者の間には、専門的知識および能力に格差が大きいため、両当事者は最初から対等な地位に立つ取引をすることはできないのである<sup>(4)</sup>。これは、いわ

---

<sup>(1)</sup> 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣・1993年）90頁、神田秀樹「証券会社：証券市場の仲介者の規制」法学教室156号61頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会・1995年）275頁参照。

<sup>(2)</sup> 河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会・1993年）122頁参照。

なお、神崎克郎「商品取引所法逐条解説（58）」商品先物市場昭和59年4月号21頁は、免許制度において受託業務の地域的妥当性が許可の認定基準の一つとすることは、結果として、既存の商品取引員の既得権益を保護するための機能があると述べている。しかし、近藤＝吉原＝黒沼・前掲書（註1）277頁は、この地域経済の状況を勘案し、主務大臣は免許を与えるかどうかの行政裁量が不透明であり、競争制限的であると指摘する。

<sup>(3)</sup> 鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣・1984年）316頁、神崎克郎「証券・商品取引の勧誘とブローカーの責任」『消費者法講座（6）』（日本評論社・1991年）157頁参照。

<sup>(4)</sup> 竹内昭夫＝道田信一郎＝前田 庸＝龍田 節＝手島 孝『現代の経済構造と法』（筑摩書房・1975年）529頁は、証券専門家と一般投資者についての法的課題としては、証券会社の職能分離制度とともに、顧客勧誘の制限と取引の委託・実行規制を証券会社に要求するとしている（龍田）。

ゆる市場仲介者の優位性という。

しかも、証券・商品取引は、きわめて技術的かつ専門的な性質を有し、複雑な取引という側面を持っている。したがって、証券・商品市場制度において、一般投資者が証券会社または先物業者に委託をしなければならないという取引所の取引態様を確立するために、証券会社または先物業者の不当勧誘に関する責任を検討することが重要であり、その際に、受託者である証券会社および先物業者の専門家責任を明確にすることの方が必要ではないかと指摘されている<sup>⑤</sup>。

とりわけ、金融自由化の時代を背景にして、金融商品の開発とともに、投資勧誘における金融機関の説明義務は、当該取引に関する知識や情報量の格差という観点から生ずるものと言われるように、専門家的責任として捉えることが可能であり、今後の重要な課題であると思われる<sup>⑥</sup>。

## 第2節 米国法における専門家責任理論の原点と裁判例の展開

アメリカにおいては、自己の専門とする特殊領域についての高度な知識情報・技術能力を有し、依頼者に対し一定のサービスを提供する専門家に、契約違反または過誤があった場合には、専門家としての責任を追及することについて長い歴史を持っているようである。とりわけ、医師、弁護士、公認会計士などの専門家は、専門的教育・訓練により高度の知識を持ち、その業務執行に当たって特殊な能力を有する者であるため、社会的、道徳的および法的に認められているところの「専門家の責任」を負わなければならないとされている<sup>⑦</sup>。

このような「専門家の責任」が認められる場合においては、依頼者は、まずコモン・ローまたは制定法に基づき、専門家の民事責任を追及し、損害を賠償することができる。また、これに加えて、専門家団体の独立の自治的規範に基づく責任を課することも、可

---

<sup>⑤</sup> 尾崎安央「裁判例からみた商品先物取引委託者の適格性」判例タイムズ774号57頁参照。

<sup>⑥</sup> 小林秀之「金融機関の説明義務の日米対比」金融法務事情1407号41頁参照。

<sup>⑦</sup> 笠井 修「アメリカにおける専門家の責任」『専門家の責任』（日本評論社・1993年）103頁、弥永真生「専門家の民事責任（2）：アメリカにおける専門家責任（1）」NBL 539号25頁参照。

能であると指摘される<sup>(8)</sup>。

さて、米国法の専門家責任理論においては、不法行為法または契約法上の民事責任を専門家に追及することが重要な問題と思われる<sup>(9)</sup>。とりわけ、不法行為責任では、両当事者の間に特別な関係の存在を要しないが、専門家であるために、一般人より高い、合理的かつ通常の注意をもって知識、技術、能力を行使しなければならないとして、いわゆる高度の注意義務を課するのである<sup>(10)</sup>。また、専門家と顧客との間に、信頼関係が存在し、専門家は高度の専門的知識、経験を有するがゆえに、顧客の最善の利益を追及しなければならないとする信任義務を課される場合もある<sup>(11)</sup>。この信頼関係の存在は、専門家に対する一定の注意義務を課することを正当化するための根拠となると指摘されている。そして、この注意義務の違反は、専門家責任の追及における法的義務に関する重要な論点となるといわれる<sup>(12)</sup>。

証券会社および先物業者は、証券・商品取引の専門家である。すなわち、これらは、証券・商品取引に関する専門的な知識、能力を有し、証券・商品市場と投資者との間に仲介業務を担うための最も重要な役割を果している者と思われる。そして、証券会社または先物業者は顧客の代理人として、証券取引または商品取引を行なう市場仲介者である。しかしながら、証券会社または先物業者の信任義務を認めることは、代理人の立場にとって制限的であるということが、米国裁判所の見解である<sup>(13)</sup>。というのは、ブローカーの信任義務について、証券会社または先物業者自身が専門的知識・能力を有することに加え、当該取引上の依頼関係の存在自体が判断の基準であると認められるからで

---

<sup>(8)</sup> 笠井・前掲論文（註7）106頁参照。

<sup>(9)</sup> 弥永・前掲論文（註7）25頁は、米国法では、不法行為責任と契約責任に基づく損害賠償請求の競合が原則として、認められるのであると指摘しているが、専門家の責任を追及するには、不法行為法による方が一般的であるとしている。

<sup>(10)</sup> Restatement of The Law (Second) of Tort, § 299A では、専門家または熟練者の職務においてサービスの提供を受ける者は、その専門家または熟練者の一員として、同業者においてしかるべき地位にあるための通常有している技能および知識を用いることが要求されるとしている。

<sup>(11)</sup> 弥永真生「専門家の民事責任（3）：アメリカにおける専門家責任（2）」NBL 540号35頁参照。

<sup>(12)</sup> 笠井・前掲論文（註7）109頁参照。

<sup>(13)</sup> Ray E. Friedman & Co. v. Jenkins, 738 F.2d 251 (8th Cir. 1984); Horn v. Ray E. Friedman & Co., 776 F.2d 777 (8th Cir. 1985); Greenwood v. Dittmer, 776 F.2d 785 (8th Cir. 1985); Romano v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 834 F.2d 523 (5th Cir. 1987).

ある。すなわち、一任勘定取引を行なった場合においては、ほとんどの裁判所が、証券会社または先物業者に対して、信任義務を厳しく要求しているようである<sup>(14)</sup>。

したがって、証券会社または先物業者が専門家の立場にあっても、当該取引における裁量的判断の余地がある信頼関係が成立していないかぎり、「専門家の責任」理論に依拠することは難しいというのが、裁判例の傾向である。それにもかかわらず、市場仲介者である証券会社または先物業者が顧客の投資判断に実質的な影響力を及ぼし、また顧客が不正確な投資助言、もしくは不適切な投資勧誘のゆえに投資上の損失を被った場合には、救済が与えられべきだとして、証券会社および先物業者に専門家的なサービスを要求し、職業上の注意義務を高めようとする主張がみられる<sup>(15)</sup>。

### 第3節 専門家責任法理の課題

専門家の業務内容は各種の専門家により違っているのであるが、大別すると、(1) 専門家が顧客に対して、その専門領域の高度の情報を提供することを目的とする場合と、(2) 専門家が顧客のために一定の行為をなすこと、または直接第三者に対して一定の行為をなすことを目的とする場合に分類しうる<sup>(16)</sup>。しかし、この専門家の責任を分析するに当たっては、各種の専門家が個別の機能を有し、社会的に異なる役割を果しているために、一般論の「専門家の責任」の類型を形成することが容易ではないと指摘されている。それにもかかわらず、「専門家の責任」の問題が現代社会において重要性を有

---

<sup>(14)</sup> Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 461 F.Supp. 951 (E.D. Mich. 1978), 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981); Howell v. Freifeld 631 F.Supp. 1222 (S.D.N.Y. 1986); C.F.T.C. v. Heritage Capital Advisory Services, Ltd., 823 F.2d 171 (7th Cir. 1987).

<sup>(15)</sup> John A. Gray, Reforms to Improve Client Protection And Compensation against Personal Financial Planners' Unethical Business Practices, 32 American Business Law Journal 254 (1994) p.249.

なお、Michele Willens, Americans and Their Money 1988, MONEY, Nov. 1988, p.147 は、証券会社が銀行、会計士および保険代理人とともに、四大専門業者であり、一般投資者に投資決定のアドバイザーであると指摘している。

<sup>(16)</sup> 笠井・前掲論文(註7) 110頁参照。

し、今後の不可欠な研究課題とされている<sup>(17)</sup>。

このような「専門家の責任」の理論についての基本的な考え方は、まず当事者間の信頼関係を重視し、当事者間の格差を是正するためのみならず、さらに各業法の介入的規制と経済法秩序の維持のための法的平等と正義を実現するために、専門家の民事責任を論じるところにあると思われる<sup>(18)</sup>。すなわち、現象的側面、理論的側面および実務的側面という観点から、「専門家の責任」法理の概念を総合的に検討する必要があると指摘されている<sup>(19)</sup>。

まず、米国法における専門家の責任については、委託契約に基づく専門家の特殊な義務が以下のような特質を有していると指摘されている。すなわち、顧客と信頼関係においては、この特殊の責任を負うべき専門家が、顧客のために当該業務に高度の能力を有することが必要である。さらに、この専門家はその職務を執行するについて、一定の公益性や倫理性を持つべきものと言われる<sup>(20)</sup>。とりわけ、この責任構成理論においては、専門家が顧客の利益のために適切な裁量的判断を行なう義務、いわゆる信任義務 (duty of fiduciary) の概念が導入されていることが、米国法の特徴である<sup>(21)</sup>。

これに対して、日本民法は対等な地位にある当事者を前提とするものであるため、専門家の責任を論ずる場合には、この前提は当てはまらない。この専門家の民事責任が問題となる場合においては、契約の当事者の一方が専門的知識と能力を有しているのに対し、相手方は素人であり、専門的知識を有しない。そのため、相手方が専門家の判断・能力を信じて当該契約を締結するに至った場合、職業的専門家に対して、特定の職種に応じて高度の注意義務を有することを前提として、通常人の責任に比べて、重い責任を

---

<sup>(17)</sup> Thomas D. Morgan, The Evolving Concept of Professional Responsibility, 90 Harvard Law Review 702 (1977) p.740.

なお、円谷 峻「日本法における専門家の不法行為責任」『専門家の責任』（日本評論社・1993年）53頁は、業種の相違によって専門家が負うべき義務の具体的内容には差異があるため、専門家の責任を検討する際、その特殊性に応じた検討をする必要があるとしている。

<sup>(18)</sup> 浦川道一郎＝下森 定＝落合誠一＝森島昭夫＝小林秀之＝山崎敏彦＝潮見佳男＝川井 健「座談会：専門家の責任法理の課題」法律時報67巻2号32頁参照（潮見発言）。

<sup>(19)</sup> 浦川＝下森＝落合＝森島＝小林＝山崎＝潮見＝川井・前掲座談会（註18）33頁参照（浦川発言）。

<sup>(20)</sup> 笠井・前掲論文（註7）108頁参照。

<sup>(21)</sup> 能見善久「専門家の責任：その理論的枠組みの提案」『専門家の民事責任』（商事法務研究会・1994年）6頁参照。

要求するのである<sup>(22)</sup>。

なお、日本の裁判例では、従来不法行為訴訟を主流として、専門家の法的責任を追及する医療過誤訴訟があるが、それ以外では、専門家の民事責任に関する事件が少ないようである<sup>(23)</sup>。この専門家の不法行為責任は、専門家が委託契約上の善管注意義務に違反した場合のほか、それぞれの業種に応じた固有の義務、いわゆる専門家への特殊な信頼を寄せるための注意義務に違反した場合に生ずるものである、といわれる<sup>(24)</sup>。証券会社および先物業者は、専門的知識・能力、豊富な経験を基礎にして、顧客に対し証券・商品取引の委託業務をする者である場合において、当該委託業務に精通する専門家を標準とする高度の注意義務を負うという指摘がある<sup>(25)</sup>。

さらに、平成4年証券取引法の改正により、証券会社の顧客に対する「公正・誠実義務」が明文化されている（証取法49条の2）。平成3年2月5日の証券取引審議会報告書が指摘しているように、証券取引法においては、顧客の利益を保護するために、証券会社の禁止行為規制のみならず、正面から、市場仲介者の誠実・公正義務を定めるべきであるという<sup>(26)</sup>。ところが、この誠実・公正の原則が証券会社に対しては、ただ委任契約上の善管注意義務となるか、または証券取引法上に独立の裁判規範として、証券会社の

---

<sup>(22)</sup> 川井 健「専門家の民事責任（1）：問題の提起」NBL 539号23頁、参照。

<sup>(23)</sup> 川井 健「専門家の責任と判例法の発展」『専門家の責任』（日本評論社・1993年）6頁、鎌田 薫「わが国における専門家責任の実情」『専門家の民事責任』（商事法務研究会・1994年）64頁参照。

<sup>(24)</sup> 円谷・前掲論文（註17）54頁、平沼高明「医師の責任からみた専門家責任」『専門家の民事責任』（商事法務研究会・1994年）15頁参照。

<sup>(25)</sup> 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣・1968年）178頁は、証券会社における委託事務の処理に当たって、周到な専門家を標準とする高度の注意義務は、顧客の証券売買委託の執行に要請されるのみならず、かかる顧客の売買委託の勧誘にも要請されるとしている。

<sup>(26)</sup> 平成3年6月19日証券取引審議会報告「証券監督者国際機構 (IOSCO) の行為規範原則の我が国への適用について」（資本市場研究会・1991年）13頁参照。

注意義務となるかという問題が今後の重大な課題になると思われる<sup>(27)</sup> <sup>(28)</sup>。

さて、投資勧誘の行為であるが、市場仲介者の民事責任を論ずるには、当該契約が締結されなかった場合、損害を被った者と専門家との間に契約関係が存在しない場合には、まず不法行為責任が問題となる。これに対して、契約に先行した専門家の助言等に誤りがある場合には、後に成立した契約上の責任が問題となると指摘される。すなわち、市場仲介者により投資指導、助言ないし情報提供することを契約の重要な内容とする現代型の契約の場合には、債務不履行となると考えるべきというのである<sup>(29)</sup>。

専門知識・情報のある証券会社または先物業者が不特定の一般投資者に対し、証券・商品取引の投資を勧誘して、委託契約を締結する場合には、より合理的な投資決定を行なうように、いわゆる「適合性の原則」に従う積極的な投資助言の提供は、取引倫理上も実際上も難しいと思われる。しかし、専門家の立場とすれば、証券会社および先物業者が顧客に専門的な情報やサービスを提供すること、とりわけ投資勧誘における市場仲介者の説明義務は、「専門家の責任」理論の範囲内に関連する基本問題として、意識されるべきものではないかと考えられる<sup>(30)</sup>。

この「専門家の責任」論については、特別の法領域が展開されることを別にして、専

---

<sup>(27)</sup> 証券取引研究会「平成4年証券取引法の改正について(4)：証券業務の規制(1)」インベストメント1993年10月号44頁は、誠実かつ公正の内容には具体的にすべて網羅することが不可能であるが、証券会社の善管注意義務または信義誠実の原則によって法的解釈が展開するようとしている(山田報告)。

また、島袋鉄男「証券業者の誠実・公正義務」琉大法学50号180頁は、この誠実・公正義務の内容は通常の売り主に課されない高い行為規範として理解すべきと指摘しながら、この義務の性質は、注意義務ではなく、忠実義務と解するとしている。これに対して、神崎克郎「証券業者の行為規範の見直し」ジュリスト977号38頁は、証券会社は、「証券投資信託の委託会社や証券投資顧問業者と異なり、常に顧客のために受託者として行動するものでないことから、忠実義務としてこれを規定することは妥当でなく、誠実かつ公平に行動するべき旨を定めるものとするのが合理的である」としている。

さらに、森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」『現代企業と有価証券の法理』(有斐閣・1994年)248頁は、この証券会社の誠実・公正義務は、私法上の法的関係において忠実義務を追加することであるかどうかの問題となるが、少なくとも米国法の看板理論を採用したことでありと述べている。

<sup>(28)</sup> 加藤新太郎『弁護士役割論』(弘文堂・1992年)11頁は、弁護士法1条2項における誠実義務の規定について、「契約当事者の一方が相手方の信頼を受け、その者の利益を念頭において行動し、助言しなければならぬ関係は、英米法では信認関係(fiduciary relation)と呼ばれるが、弁護士・信頼者関係も、このような信認を基礎とするものであることは明らかである」として、弁護士法1条2項所定の誠実義務を善管注意義務の加重されたものであり、弁護士の民事責任の基礎となる法的規範と解するのが相当だと考える。

<sup>(29)</sup> 円谷・前掲論文(註17)62頁参照。

<sup>(30)</sup> 清水俊彦「投資勧誘と不法行為(再論)」判例タイムズ877項17頁参照。

門的取引社会における先端的な問題の対象として、否定され得ない重要性を有している  
のであるが、むしろ「契約の交渉過程、履行過程における契約責任の拡大現象の中で、  
専門分化した職業人がいかなる義務を負うべきなのか、顧客の期待や利益をどのように  
に保護していくべきか」が専門家責任の法理を検討する上で重視される点と思われる<sup>(31)</sup>  
。すなわち、証券会社および先物業者は専門的知識・技術、豊富な経験を基礎として、  
証券・商品受託業務を営むものであるため、当該事務に精通する専門家を標準とする高  
度の注意義務の存在について論議を深めることが、不当勧誘に関する市場仲介者の民事  
責任を追及し、専門家の契約責任の総論的検討と展開に寄与するに重要な課題である  
と思われる<sup>(32)</sup>。

---

<sup>(31)</sup> 河上正二「専門家の責任と契約理論」法律時報67巻2号11頁参照。

<sup>(32)</sup> 下森 定「日本法における専門家の契約責任」『専門家の責任』（日本評論社・1993年）15頁は、  
契約責任の再構成または債務構造論の新たな展開をめぐる理論状況を踏まえて、専門家の契約責任の問題  
を考察することが極めて有意義であるとしている。

なお、専門家の契約責任については、下森 定「専門家の民事責任の法的構成と証明」『専門家の民事  
責任』（商事法務研究会・1994年）101頁参照。

## 結 語

## 結 語

1992年財団法人中華民国証券市場發展基金会の研究報告によると、台湾の証券市場における投資者の特性と構造は、以下のようである<sup>(1)</sup>。すなわち、証券市場における証券の売買が投機取引として国民に根深く認識されているため、投資者は、投機的に証券を買い付けしたり、売り付けしたりしているのである。その投機的現象は驚くほど高く、バブル経済最盛期の1989年には上場株式の年間売買回転率は590.14%に達している<sup>(2)</sup>。そこでは、投資者が証券市場を利用し、投機売買を稼ぎとしていることが考えられないわけではない。

また、台湾市場における証券取引の主役は、個人の投資者であるという。すなわち、1993年度上場会社の株式所有状況から見れば、政府機関の持ち株は、全体の約11.62%を占めているが、これは証券市場において流通していないものである。これに対して、個人の持ち株比率は、市場全体の57.16%を占めている<sup>(3)</sup>。このように、個人投資家を主役として、台湾の証券市場では、投資者が盲目的かつ投機的に証券取引を行なったため、相場の乱高下が発生しつつある。

さらに、台湾における証券市場の特有な現象として、証券会社が、その投機市場において果してきた主導的役割が挙げられる。すなわち、証券会社にとっては、委託手数料が経常収益の柱となるために、顧客の短期売買を中心として、それを証券仲介業務の経営方針としているわけである<sup>(4)</sup>。

一方、商品取引に対する国民の認識・理解が及ばないことを背景として、悪質な先物業者が商品市場を利用し、投機性の強い先物取引を、いわゆる錬金術として、一般投資者に勧誘することになる。これは、商品市場におけるリスク・ヘッジの経済的機能を曲解するのみならず、大きな社会問題をもたらす至った。

---

<sup>(1)</sup> 中華民国証券市場發展基金会專題研究報告『我國証券市場之運作與發展』（1992年）23頁参照。

<sup>(2)</sup> 『中華民国82年度金融証券年鑑』（経済日報社・1993年）701頁参照。

<sup>(3)</sup> 財政部証券管理委員会『中華民国82年証券統計要覧（24）』（1994年）300頁参照。

<sup>(4)</sup> 坂野幹夫「台湾金融資本市場の現況と問題点」証券研究100巻120頁参照。

## 結 語

台湾の証券・商品市場において、このような市場仲介者の投資勧誘は、証券・商品市場の健全な発展に悪影響を与えることとなってしまうと同時に、金融制度における不安定要因の一つであると、同基金会在指摘している。

それにもかかわらず、金融の自由化・国際化時代の進展に伴い、金融商品の開発も急速に進み、多種多様な投資商品が提供されるようになってきているが、それらの金融商品による一般投資者の被害も急増している。とりわけ、一般投資者は、投資契約に関する証券・商品取引の内容を十分に理解しないまま、証券会社または先物業者による投資勧誘に応じ、投資決定を下す場合が多かったという。このような投資被害は、バブル経済崩壊後、特に顕著で、深刻な問題である。

したがって、投資勧誘行為における経済活動の素顔、いわゆる契約締結のための投資勧誘が契約構造の特質を有することを把握し、契約法上の観点から、市場仲介者の民事責任を考察することが、本論文の目的であった。つまり、証券会社または先物業者の説明義務に違反する不当勧誘を、本論文では重点的に検討してきた。すなわち、不当勧誘についての契約責任を分析するにあたっては、まず「契約締結上の過失」の理論に基づき、契約責任の時的拡張を検討し、市場仲介者の勧誘責任を究明する法的考察が、本研究の目的である。

なお、この投資勧誘における民事上の責任制度を検討すると同時に、証券・商品取引に関する市場仲介者の規制に対して深刻に影響される重要な課題をピックアップし、今後の研究テーマとして続けていきたいと思う。