

琉球大学学術リポジトリ

証券業者の誠実・公正義務：アメリカ法からの示唆

メタデータ	言語: 出版者: 琉球大学法文学部 公開日: 2007-10-28 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 島袋, 鉄男, Shimabukuro, Tetsuo メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/20.500.12000/2156

証券業者の誠実・公正義務

—アメリカ法からの示唆—

島袋鉄男

(一)

平成三年に明るみに出されたいわゆる証券会社の損失補填問題は、社会・経済上の大問題とされたばかりでなく、証券取引法にとっても、証券業者の不正行為の規制の面で画期的な改正をもたらす結果となった。すなわち、損失補填等の再発を防止する緊急かつ直接的な対応策として、損失補填等の行為を禁止し、違反には罰則を適用することおよび取引一任勘定取引を禁止し、違反を行政処分の対象とすることを主な内容とした改正法が平成三年一月三日に成立し、同五日に公布(平成四年一月一日施行)された。¹⁾さらに、証券および金融の不祥事の再発防止のための新たな検査・監視機関の設置等を内容とした「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」(公正確保法と略す)が平成四年五月二十九日に成立し、六月五日に公布された。²⁾公正確保法は、「我が国の証券市場等の実情にかんがみ、取引の公正を図り、市場に対する投資者の信頼を保持するため、証券取引等監視委員会を設置するとともに、証券業協会等自主規制機関について所要の整備を行い、取引の公正の確保に係る法令等の遵守の状況を監視する機能の強化及び充実を図る」³⁾ことを目的とするものである。

公正確保法によって、証券業者の誠実・公正義務について明文の規定が設けられた。すなわち、証券取引法第

四九条の二として、「証券会社並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならぬ」という規定が追加されることになった。これは、証券監督者国際機構 (IOSCO) の七つの行為規範のうち、証券取引法で明記されていなかった誠実・公正の原則を明定したものである。IOSCOの七つの行為規範とは、金融・資本市場の国際化に対応して、市場及び証券業者等の健全性を確保するため、業者にかかる国際的な行為規範の検討が行われた結果、一九九〇年一月のIOSCOの総会で採択されたものである。証券業者の誠実・公正義務については、アメリカ合衆国 (以下、単にアメリカという) においても、連邦の証券諸法の下で早くから問題とされ、多くの判例・学説の蓄積がある。新設された証券取引法第四九条の二については、その意義につきこれから議論がなされることであろう。本稿は、証券業者の誠実・公平義務に関するアメリカ法を紹介・検討することによって、第四九条の二の解釈について何らかの示唆を得ようとするものである。

注

- (1) 中村明雄「証券取引法等の一部を改正する法律の解説―証券不祥事の再発防止に向けて―」商事法務二二六四号二頁 (一九九一・一〇) 以下参照。
- (2) 西原政雄「公正を確保するための証券取引法等改正法の概要」商事法務二二八八号二頁 (一九九二・六) 以下、森本滋「不正取引の規制」商事法務二二九四号一〇頁 (一九九二・八) 以下参照。
- (3) 同改正法案要綱。
- (4) 西原・前掲 (注2) 九頁。
- (5) 証券取引審議会不正取引特別部会報告「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

ついで「平成三年二月五日」商事法務二二四一号五六頁(一九九一・二)。

(6) 森本・前掲(注2)一六頁参照。

1)

一 アメリカにおいて証券業者の誠実・公正義務は、いわゆる看板理論(the shingle theory) および受託者理論(the fiduciary theory) によつて根拠づけられてきた。前者の代表的判例は、*Charles Hughes & Co. v. SEC* (便宜上、*Hughes I* という)であり、後者のそれは、*Hughes v. SEC* (*Hughes II* とする)である。⁽⁹⁾

二 *Hughes I* ケースは、証券業者が、売値が時価をはるかに超えるものであることを顧客に知らせずに証券を売付けることによつて不合理な利鞘(markup)を取得することが、証券法(Seurities Act of 1933) 一七条a項および証券取引所法(Seurities Exchange Act of 1934) 一五条c項、証券取引委員会(SEC)規則一五c一―二(Rule 15c1-2)で禁じている詐欺的行為(fraud and deceit)に当たることが問題となつたものである。

通常の対等者間の取引(at arm's-length transaction)、すなわち、伝統的な買主危険負担の原則(the rule of caveat emptor)が適用される場合であれば、証券業者が売付けようとしている価格が時価を超えるものなのか否かは買主が調査して知るべきものであつて、売主たる証券業者がそれを買主である投資者に知らせなかつたからといつて、買主を騙したことにはならない。売主が買主にそのことを知らせないことが詐欺となるとするために、売主に、通常の取引とは違つてそのことを開示する義務がなければならない。本人と代理人あるいは委託者と受託者のように当事者間にある種の信任関係がある場合には、受託者にはそのような義務が認められ、不開示も詐欺となるというコモン・ローの原則がある。⁽¹⁰⁾ *Hughes I* の場合は、証券業者がいわゆるディーラーとして⁽¹¹⁾

券を顧客に売付けたのであって、法形式的にはあくまでも対等者間の取引であった。それにもかかわらず、Hughes I 判決は、時価をはるかに超える売値であることを開示しなかったことは詐欺に当たるとして、その根拠をつぎのように述べている。

「店頭取引に従事する証券業者が、積極的に顧客を勧誘したうえで、本件で申立人（本件証券業者筆者）が請求したような市場価格をはるかに超える価格で証券を顧客に売付けた場合には、詐欺を行ったと見做されなければならぬ。証券業者は、自己を当該証券について助言する充分な資格を有する者として表示しているのだから、もし売買価格が市場価格を著しく超える場合には、市場価格を開示すべきである。たとえ申立人を単純な売主・買主間の取引における本人（a principal in a simple vendor-purchaser transaction）と考えた場合でも（略）、なお依然として、申立人が専門的知識を有すること及び積極的に助言を与えた点からみて、申立人は顧客が市場に関して無知であることに乗じて利得をしないという特別の義務を負うものである。申立人の取引の成功の鍵は、申立人が徐々に顧客から得ていった申立人に対する信頼（confidence）である。ひとたびそのような信頼が確立された後は、申立人が取得する売値と原価との差額（margin）を明らかにしないことは、重要事実を述べたことを怠ること及び詐欺的手段を用いることに該当する。」¹⁵

Hughes I 判決は、それ以前にSECの審決によって形成されてきたいわゆる看板理論に裁判所の承認を与えたものであった。その看板理論とは、ディーラーはディーラーとしての看板を掲げることによって、一般投資者と公正な取引を行うということを暗黙に表示したことになるというものである。¹⁶ 公正な取引を行うという暗黙の表示があるから、ディーラーの売値は特に反対の表示がないかぎり、時価と相当な関係を有するものでなければならず、したがって、時価をはるかに超える価格で売付けることは、暗黙の表示に違反することになり、違反し

ないためには、時価を超える売値であることを顧客に開示しなければならぬことになる。⁽¹⁾

看板理論は、沈黙が詐欺となる前提としての開示義務を、代理法理等の当事者間の信任関係に求めるものではない。⁽²⁾ 証券業者が業者としての看板を掲げてその業務に従事しているということそのものから開示義務を導き出すことになる。⁽³⁾ すなわち、一方で、看板を掲げることが公正な取引を行うという暗黙の表示と解され、他方で、売値が時価と相当の関係にあるということが公正な取引の一内容とされることによって、時価をはるかに超える売値による取引が公正な取引に反するものとされると同時に、そのような取引を行うためには、その内容を相手方に開示すべきであるという形で開示義務が根拠づけられる。そして、このような理論(法理)は、実際には、そのような取引を行うにはその内容を開示せよという側面、逆に言えば、開示すればそのような取引を行ってもよいということよりも、そのような取引は行ってはならないという作用をすることになる。何故なら、そのような内容を知らされてなお取引に応ずる顧客はいないはずだからである。⁽⁴⁾ それが端的にそのような取引を禁止するという命題を取らないのは、そのような行為が詐欺となるか否かという点で問題とされるからである。

看板理論は、看板を掲げることによって、証券業者が公正な取引を行うことを暗黙に表示したとするが、具体的に何が公正な取引かという点については、明確な基準が示されているわけではない。最初に看板理論を採ったとされるSECの審決は、「顧客は公正(fairly)かつ専門職業人の規範(standard of the profession)にしたがって」取り扱われるということが表示されているという。⁽⁵⁾ 公正な取引といい、専門職業人の規範にしたがった取引といい、それだけでは何ら具体的基準を示すものではなく、そこに盛り込まれる内容は、ある意味では無限である。そのことは、この理論の欠点であると同時にこれを基礎にして証券業者の多様な不正行為を規制する手段を提供できる可能性を秘めるものでもあった。更には、看板理論そのものが、純粹に理論的には批判の余地を残す

ものであった。すなわち、看板を掲げることが何故に公正な取引を行うことの暗黙の表示になるのかという説明が充分でないという点である。その点、看板理論も、インサイダー取引規制についてSECの審決や下級審判決によって確立された法理と同様、論点先取 (question-begging) の理論であるという批判を免れない¹⁹⁾。もっとも、看板を掲げること、公正な取引を行うという暗黙の表示を読み込むことの実質上の必要性は明確に提示され、多くの支持を得ていると言つてよい。それは、そのことによつて、証券業者に、より高い行為規範を課し、証券取引の公正性を確保し、なによりも一般投資者の保護を図ることである²⁰⁾。この実質上の目的を実現する手段を提供するものとして、看板理論はその理論上の多少の欠陥にもかかわらず、判例法として発展してきたといつてよいであろう。

Hughes I 判決が、純粹に看板理論を表明したものであるか否かについては議論の余地がある。すなわち、同判決は、証券業者と顧客との間の特別な関係、特に、顧客が証券業者に対してある種の信頼を寄せるといった、コモン・ロー上の開示義務を生ずるような信任関係とは離れて、独立に、SECに登録した証券業者であるという看板を掲げたこと自体に開示義務の根拠を求めたものであるかという点である。確かに、同判決は、証券業者が単純な売主・買主間の取引における本人であるとしても公正取引を行う義務、したがつて、開示義務を負うとしているが、同時に、その義務は、証券業者が専門的知識を有することおよび積極的に助言を与えたことから生ずるものであるとも述べている²¹⁾。事実関係としても、証券業者のセールスマンによる執拗な勧誘とその結果、顧客のポートフォリオ (securities portfolio) の管理を事実上任せられるまでになったということが認定されている²²⁾。証券業者による助言・勧告および証券取引に関する知識の差という要素は看板理論を採る判例の多くに含まれており、それは、顧客と証券業者間の特別な関係に対する顧客の信頼 (reliance upon the dealer-customer

relationship)を形作る要素となるものである。その点で、Hughes I判決は、この信頼という要素を依然として重視しているのではないか、その限りで、看板を掲げること自体に公正な取引を行う義務の根拠を求めるまでには徹底していないのではないかという疑問が残る。判例の中には、顧客と証券業者間の特別な関係に対する顧客の信頼は、公正取引義務を生ずる要素ではないということを示唆するものがあると言われ、SECの審決にも、顧客は証券取引に関する知識や市場情報への接近の程度如何にかかわらず、公正な取引を行うという暗黙の表示を信頼する権利があると述べるものがある。これらの論理によると、看板理論は証券業者の勧誘やアドバイスの如何にかかわらず適用されることになる。その妥当性については、つぎに述べる受任者理論との関連で後述する。

三 証券業者の誠実・公正義務についてSECは、看板理論と並んで、証券業者が法形式上は通常の取引における本人として取引が行われる場合についても、証券業者と顧客との間に、顧客が業者に信頼を寄せるという状態が生じ、その場合には、業者を暗黙の代理人(implied agency)と見做すべきであるという法理を展開してきた。これがいわゆる受託者理論である。これによると、コモン・ローの受託者に関する法理が証券業者にも適用され、業者は顧客の利益を最優先にすべき義務やすべての利害相反事項の開示義務が業者に課されることになる。Hughes II判決は、この受託者理論を裁判所として承認したものである。

Hughes IIの場合、証券業者はブローカー・ディーラーとして登録されると同時に投資顧問としても登録されていた。顧客との間には、「会社(証券業者)は、別段の合意なき限り、すべての取引において投資顧問および本人としての資格で行為する」と規定された合意書(Memorandum of Agreement)が取り交わされていた。本件では、Hughes Iケースのような不合理な利鞘が問題となったのではない。問題となったのは、証券業者が、証券市場で当該証券を求める場合の最良の価格および業者が当該証券に要した費用を開示せずに顧客に証券を売却

けたことであつた。これが証券法一七条a項、証券取引所法一〇条b項および一五条c一に違反するとして、SECが申立人のブローカー・ディーラーとしての登録を取消す命令を出したことの可否が争われた。

Hughes II判決は、SECの命令を支持し、つぎのように判示している。

「本件の申立人と顧客との間の大多数の取引において、申立人が受託者として行動したことは明白である。少数の例を除き、申立人が同時に投資顧問およびブローカー・ディーラーという二重の資格で行動したことが記録上明らかである。そのような資格においては、相反する利害関係が必然的に発生する。そのような相反する利害関係が生ずる場合には、法は受託者の厳格な行為規範を予め定めるといふ形で保護手段を講ずるために終始一貫干渉してきた。百年以上も前に最高裁判所はこの原理をつぎのように述べている。

「このように利害関係が相反する場合には、法は賢明にも干渉する。それは、ある場合に起こりうる、受託者の義務感が利己的動機にうちかちうる可能性 (possibility) に基づくものではなく、利己心が多大な影響を与え結局義務感にとつてかわるといふ、多くの場合に生ずる蓋然性 (probability) とすべての場合に存する危険性 (danger) に備えるためである。」¹⁹⁾

「制定法およびそれに基づく規則の詐欺禁止規定違反を構成する申立人の行為は、申立人の反対の利害関係の性質および範囲について、完全な開示を怠つたといふ意味での省略行為 (acts of omission) である。委員会の事実認定によれば、申立人は顧客に対して、(1) 相当な注意をもつて公開市場において顧客のために買いうる証券の最良の価格と(2) 顧客に売付ける証券について申立人が要した費用を開示することを怠つている。前掲の制定法および規則の三箇所にわたつて、ある言明が、それがなされた状況に照らして、他人を誤解に導くことがないよう重要な事実を述べたことを怠ること」は、明らかに違法とされている。制定法に現れたこれらの文言は、議

会が、故意に偽りを述べることを禁ずるばかりでなく、半事実 (half-truth) を述べることもおよび全事実 (whole-truth) を述べることを怠ることをも禁止する趣旨であることを示している。これら制定法の文言は、明らかに、個々の投資者が疑い深い者か信じ易い者か (suspicious or unsuspecting) にかかわりなく、一般投資者を全体として保護することを意図したものである。公開市場において取得しうる最良価格および登録人(申立人・筆者)の要した費用とともに、前掲の文言の範囲内における重要事実に当たり、それらはともに、その開示なくしては、顧客が受託者たる申立人に対して、二重かつ相反する任務を行うことに同意することが不可能であるところの要素である。¹⁴⁾

四 看板理論はその徹底した形、すなわち、顧客の証券業者に対する信頼の程度にかかわりなく、看板を掲げること自体によってその法理が適用されるという立場をとると、受託者理論よりも適用される場合が広がる。¹⁵⁾一方、開示義務の範囲、したがって、不開示が義務違反となる場合は、受託者理論が看板理論よりも広い場合があり得る。例えば、看板理論では必ずしも不合理な利鞘とは言えない場合でも、最良の市場価格と証券業者の取得価格(費用)とを開示しないことが、受託者理論によって詐欺的行為とされる場合が考えられる(Hines 1 ケースと Hughes 2 ケースの違い)。¹⁶⁾しかし、両理論の持つ柔軟性、すなわち、看板理論の場合は、公正な取引を行うという暗黙の表示の中に何を公正な取引と見做すかについて幅広い自由裁量の余地を残していること、受託者理論の場合は、どのような行為が当事者間の信任関係を形成するのかという判断に同じく幅広い自由裁量の余地を残していることから、実際には、いずれの理論も同じ結論を導き出すことになる。¹⁷⁾どちらの理論によって詐欺的行為とされるのかは、結局は区別し得ないともいわれる。¹⁸⁾問題は、どのような行為を不正取引と見做して規制の対象にするのかという判断にかかってくることであり、その意味で、両理論は、証券業者に課される義務がど

のようなものであるかを異なった方法で表しているにすぎないとも言われる。³⁵⁾

SECは、両理論を同化させて適用してきた。³⁶⁾ただし、以前は、受託者理論を看板理論に吸収し、看板理論に重きを置いてきたと言われる。³⁸⁾しかし、インサイダー取引を同じく証券関係法の詐欺禁止規定で規制する場合の法理につき、不開示を理由として詐欺というためには、当事者間に不開示義務を根拠づける信任関係がなければならぬとする合衆国最高裁判所のチャレラおよびダークス判決³⁹⁾が出てからは、これとの調和をはかるため、受託者理論によるようになっていと言われる。⁴¹⁾受託者理論によるべきだとするのは、ロス教授の以前から主張するところであり、⁴²⁾最近のSECの審決でも、結論は三対二に分かれながら、いずれの委員も受託者理論によって事実の分析を行っており、そのことは結論以上に重要なことであって、チャレラおよびダークス判決以後はそうなるであろうし、また、そうあるべきであるという指摘がある。⁴³⁾

注

(7) 139 F. 2d 434 (2d Cir. 1943), cert. denied, 321 U. S. 786 (1944).

(8) 174 F. 2d 969 (D. C. Cir. 1949)

(9) 両判決については、拙稿「証券取引におけるブローカー・ディーラーの義務と責任——いわゆる“single theory”を中心として」琉大法学第一〇号（一九六九・六）参照。

(10) Restatement (Second) of Torts 551 (2) (a) : 7 Louis. Loss & Joel Seligman, Securities Regulation (3d ed., 1991) 3427-28.

(11) 証券取引所法はブローカーを「any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account

of others...」¹²⁾、ニューナーや「any person engaged in the business of buying and selling securities for his own account...」¹³⁾を意味するものと定義しており(三条B4および5)、ブローカーの場合は顧客の代理人といえるが、ディーラーの場合は顧客との関係は法形式上は普通の売主・買主間の関係になる。

- 12) 139 F. 2d 434, 436-37.
- 13) 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3776-77.
- 14) *Id.* at 3777.
- 15) *Id.* at 3776.
- 16) Arnold S. Jacobs, *The Impact of Securities Exchange Act Rule10b-5 on Broker-Dealers*, 57 Cornell L. Rev. 869, 876(1972).
- 17) 8 Loss & Seligman, *supra* note10 at 3777.
- 18) Duker & Duker, 6 S. E. C. 386, 388(1939).
- 19) 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3777; Donald C. Langeroot, *Selling the Agenda for Legislative Reform: Some Fallacies, Anomalies, and Other Curiosities in the Prevailing Law of Insider Trading*, 39 Ala. L. Rev. 399, 403(1988).
- 20) 139 F. 2d 434, 437.
- 21) *Id.* at 437.
- 22) *Id.*
- 23) *Id.* at 435-36.
- 24) 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3787.
- 25) Comment, *Current Problems in Securities Regulation*, 62 Mich. L. Rev. 680, 734 (1964).

- 92) *Id.*
- 93) United Sec. Corp., 15 S. E. C. 719, 727(1944); E. H. Rollins & Sons, Inc., 18 S. E. C. 347, 362(1945).
- 94) 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3787.
- 95) *Id.* at 3816-17.
- 96) 174 F. 2d 969, 975.
- 97) *Id.* at 975-76.
- 98) Manuel F. Cohen & Joel J. Rabin, *Broker-Dealer Selling Practice Standards: The Importance of Administrative Adjudication in Their Development*, 29 Law & Contemp. Prob. 691, 702 (1964).
- 99) William T. Lesh, *Federal Regulation of Over-the-Counter Brokers and Dealers*, 59 Harv. L. Rev. 1237, 1253(1946).
- 100) Comment, *supra* note 25, at 738.
- 101) Donald C. Langevoort, *Fraud and Deception by Securities Professionals*, 61 Tex. L. Rev. 1247, 1280(1983).
- 102) Cohen & Rabin, *supra* note 32, at 703; Jacobs, *supra* note 16, at 881.
- 103) Comment, *supra* note 25, at 739.
- 104) 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3831 n. 115; Cohen & Rabin, *supra* note 32, at 704.
- 105) Chiarella v. United States, 445 U. S. 222(1980).
- 106) Dicks v. SEC, 463 U. S. 646(1983) など。同判決については、拙稿「アメリカにおけるインサイダー取引規制の法理—総論(下)」琉大法学四五号一五頁(一九九〇・三)以下参照。
- 107) 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3778.

⑤ *Id.* at 3831 n. 115.

⑥ *Id.* at 3839.

(三)

一 看板理論も受託者理論もその目的とするところは、証券業者に通常の取引におけるよりも高い行為規範を課すことである。何故に証券業者にはそのような行為規範が求められるのか。その理由について *Hughes I* 判決はつぎのように述べている。

「我々は、コモン・ロー上の詐欺の要件がどの程度示されているかを吟味する段階に止まる必要はない。何故なら、投資証券を売付ける業務は、投資者を保護するために特に規制を必要とする業務の一つであると考えられてきたからである。……」

証券立法の本来の目的は、市場の状況を知らない者を、それを知っている者の詐欺行為 (*Overreaching*) から保護することにある。……」⁴⁴

Hughes II 判決もつぎのように述べる。

「被申立人が指摘するように、証券の分野が、その性質上、専門化された特有な法的取扱を要するものであることは疑う余地がない。このことは、本件で考察の対象となっている制定法や規則はもちろん、最近の連邦および州の判決によっても認められているところである。すなわち、*Ancher* ケースでつぎのように述べられている通りである。

「証券取引業務においては、不正行為の行われる機会が不断に発生し常に存在するものである。そこでは、迅

速な理解と決断と行動に適した鋭敏・闊達な精神が必要とされる。議会がこの業務を規制するのに適していると考えられてきた。そのような規制は、憲法およびその他の法による個人権の保証に厳格に従って行われなければならないけれども、禁止されるべき詐欺行為が、不正行為がなまの形あるいは特殊化されていない形で行われる場合に比べて、より曖昧かつ複雑な形態をとって行われた場合でも強行されなければならない。⁴⁵

証券取引については、通常の取引とは異なり一般投資者を保護するために特別な規制が必要であるというのが、証券業者に特別な行為規範を課す理由であるということになる。この特別の規制のための立法が一九三三年証券法および一九三四年証券取引所法をはじめとするいわゆる証券諸法であった。これらは、言うまでもなく一九二九年の証券市場の崩壊の経験に基づくものである。証券市場および証券取引のもつ特殊性の故に、通常の対等者間の取引に適用される法原則の下では必ずしも違法とは断定できない証券業者の行為によって一般投資者が損害を被るという事態が生じることが分かった。市場に通じている者が市場に無知な者をその者の無知に乗じて出し抜くことが行われ、証券市場がそのような行為の行われ易い構造を持つものであることも明らかになった。証券諸法は、そのような状況から投資者を保護することを目的として制定されたものである。一連の証券諸法の最後の立法となった投資顧問法(The Investment Advisers Act of 1940)の詐欺禁止規定違反が問題となった事件で、最高裁判所は、「これらの制定法に共通する基本的目的は、完全開示の原理を買主危険負担の原理に代置すること、それによって、証券業界における高い企業倫理規範を確立することである」と述べている。⁴⁶

証券諸法が伝統的な買主危険負担の原理に代置しようとする新しい原理については、ルーズベルト大統領も議会に送ったメッセージのなかで、「売主をも注意せしめよ(Let the seller also beware)」というさらなる原理をつけ加えるものである」と述べている。⁴⁷このような新しい原理にたつ制定法のなかで、一般的に証券取引におけ

不正行為を禁ずることを目的として定められたいわゆる一般的詐欺禁止規定は、証券取引に特有な不正行為で必ずしもコモン・ロー上の詐欺概念では捉えられない行為に対してどのように機能しうるのか。これが証券の不正取引の規制の面でSECが直面した問題であり、これに答えたのが、両 *Hughes* 判決を基礎として発展した判例法理であった。証券諸法の立法目的を右のように解すると、そこに含まれる詐欺禁止規定は、「証券が、複雑な商品 (intricate merchandise)、であるという認定と専門的な証券業者と一般投資者との間には契約交渉力について大きな不均衡があることを認識した立法が公共の利益から要求されるという議会の決定に由来する制定法の体系の一部である」と解されることになる。従って、そこでの詐欺概念の解釈も証券の性質と取引当事者間の具体的事情を充分に考慮に入れたうえでなされるべきであるということになる。そのことについて、前述の最高裁の *Capital Gains* 判決は、「議会は、一九四〇年投資顧問法が、詐欺回避の目的で制定された」他の証券立法と同様、技術的かつ制限的ではなく、法の救済目的 (remedial purposes) を達成するよう柔軟に解釈されることを意図した」と述べている。証券諸法の解釈・適用について、SECは勿論、*Hughes* 判決をはじめとする判例の底流には、この最高裁判決に要約された姿勢があることは、充分に留意しておく必要がある。

二 証券業者と顧客との取引については、特別に顧客である一般投資者を保護する必要があること、その必要性は、取引の対象である証券の特性と取引における当事者間の非対等性から生ずるものであることは *Hughes* 判決をはじめとする判例法理の指摘する通りであろう。証券諸法はまさにそのために制定されたものであると言つてよい。そして、これらの新しい立法は、証券取引に適用される原則として、「売主をも注意せしめよ」という原則を付け加えるものであるという。この新しい原則は、新しい立法の中でどのように具体化されるのか。まず、開示制度が最も代表的な例としてあげられるであろう。その点で、両 *Hughes* 判決は、それぞれの仕方、右の

新しい原則を一般的詐欺禁止規定の解釈の中に取り入れたものと言うことが出来る。すなわち、*Hughes* 判決は、SECへの登録証券業者として証券業務に従事すること（看板を掲げること）に公正な取引を行うという暗黙の表示を読み込むことにより、また、*Hughes* II 判決は、取引当事者間に、ある種の信任関係を認めることによって、売主の開示義務、言い換えれば、売主の注意義務を導き出すからである。そのことによって得られた結論は、両判決とも、投資者保護の観点から異論なく支持されたといつてよい。その理論も、前述の最高裁判決の柔軟解釈の立場からは、問題なしとされるのであろう。しかし、厳格な解釈を採るようになった最高裁判所のチャアレアおよびダークス判決の下では、前述の通り、*Hughes* II 判決、すなわち、受託者理論によることになる。

受託者理論によったからといって、前述の通り、看板理論によるよりも適用範囲が当然に狭められるわけではない。むしろ、受託者理論は、コモン・ローの代理法理や信託法理における受託者の忠実義務 (fiduciary duty) に結びつけられるだけに、法理論として無理がないという利点を有するし、証券業者に売主としての新たな注意義務を課さなければならぬような事実関係は、コモン・ロー上の受託者の忠実義務を生ぜしめる事実関係として、この理論によって充分にカバーすることができる。⁵¹⁾

受託者理論は、証券業者を顧客の受託者と見做し、コモン・ローの受託者に課される忠実義務を証券業者にも認めようとするものである。従来、代理人、信託財産の受託者、後見人、取締役および役員、遺産管財人、弁護士等が受託者とされてきた。⁵²⁾ 投資顧問や証券ブローカーも受託者と見做される。⁵³⁾ 問題は誰がどのような場合に受託者と見做されるのかということである。ある論者は、他人の利益のために行動することを引き受ける者が受託者であるという。⁵⁴⁾ 他の論者は、ある権限を授与された者が、権限を授与した者の損失においてその権限を濫用する危険性があるというのが、権限を授与された者を受託者と見做す信任関係 (fiduciary relations) の共通した要

素であるという。法形式上は単なる売主と買主でしかない、対等者間の取引である証券業者のディーラーとしての取引において、何故に証券業者が受託者とされるのか。受託者理論は、その根拠を証券と証券取引の特性に求める。すなわち、まず、証券という商品が複雑でその理解に専門的知識を要するものであり、その点、一般投資者は素人であるのに対して証券業者は専門家であること。つぎに、証券取引に欠かせない情報が証券業者に集中し、一般投資者は証券業者を通じて間接的にしか情報に接し得ないという状況が証券市場の構造上つくり出されることである。このような現実には、証券業者と顧客との関係において、たとえ、業者がディーラーとして取引に関わる場合でも、顧客が業者に頼らざるを得ないという関係(ある論者のいう relational reliance)をつくり出すことになる。このような関係は、まさに、頼られた者を受託者と見做す信任関係とされてきたものであった。⁵⁵⁾ 受託者理論は、顧客が証券業者を証券取引を行う専門家として信頼することに基づき置くものである。⁵⁶⁾ 受託者には、委託者の利益を最優先にし、受託者たる地位をいささかも自己の利益のために利用してはならないという強い義務が課される。この義務は、遠く、「人は二人の主に兼事ふること能はず」(マタイ伝六章二四節)とした聖書に遡る倫理的要素を含むものではあるが、⁵⁷⁾ 受託者にそのような強い義務を課することによって、法的にも、一方が他方を信頼するという特定の関係を維持するという現実的な機能を有するものであることを見逃すべきではない。⁵⁸⁾ そこには、そのような関係を法的にも維持することが、社会的にも有用であり、社会的コストの面でも有利であるという判断がある。⁵⁹⁾ 証券業者を顧客との関係で受託者と見做す受託者理論は、顧客の証券業者に対する信頼関係を維持し、究極的には、証券市場に対する一般投資者の信頼を増進することによって、証券市場の健全な発展を図ることを目指すものといつてよいであろう。

相

④ 139 F. 2d 434, 437.

⑤ 174 F. 2d 969, 975.

⑥ SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U. S.180, 186 (1963).

⑦ Message from the President - Regulation of Securities Issues, presented to the Senate, March 28, 1933, 77 Cong. Rec. 937 (1933).

⑧ 7 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3428.

⑨ 375 U. S. 180, 195.

⑩ 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3831 n. 115.

⑪ *Id.* at 3830 n. 115.

第50号 (1993) 疏大法学

⑫ Austin W. Scott, *The Fiduciary Principle*, 37 Calif. L. Rev. 539, 541 (1949); Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, 71 Calif. L. Rev. 795 (1983).

⑬ 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3820.

⑭ Scott, *supra* note 52, at 540.

⑮ Frankel, *supra* note 54, at 808.

⑯ Langbevoort, *supra* note 35, at 1250, 1279-83.

⑰ 8 Loss & Seligman, *supra* note10, at 3830 n. 115.

⑱ Robert H. Mundheim, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, 1965 Duke L. J. 445, 450.

59) 8 Luss & Seligman, *supra* note 10, at 3820.

60) Frankel, *supra* note 54, at 816.

61) Langervoort, *supra* note 56, at 1249-50.

(四)

両 *Hughes* 判決は、証券および証券取引の特殊性に鑑み、一般投資者を保護するために、証券業者に通常の取引とは異なったより高い行為規範を課す根拠となる法理を提示した。しかもそれは、証券市場を舞台にした新奇な不正行為に対しても対処しうる柔軟性をもつものであった。証券取引については、投資者保護のため、特別な規制が必要であることは、両判決の指摘をまつまでもなく、証券諸法が制定されたこと自体で明白である。わが国の証券取引法も投資者の保護をその目的として掲げている(証券法一条)。これらの制定法は、開示制度をはじめとして、投資者保護のための施策を用意している。両判決の意義は、制定法の定める一般的詐欺禁止規定の下で、制定法上は個別的に明確に禁止されていない行為で、投資者保護の観点から規制すべき行為を規制の対象にできる法的手段を、証券業者の公正取引義務あるいは誠実(忠実)義務という形で明確にしたところにあるといふべきである。

両判決が、証券業者の公正取引義務あるいは誠実義務を導き出す根底には、証券および証券取引の特殊性からくる、顧客の証券業者に対する信頼という関係が当事者間に存在することの認識があることは、わが国において、証券業者の誠実・公正義務をいう場合にも十分に留意しておくべきことであろう。この顧客の業者に対する信頼は、法的にも保護に値するものであり、そのために、具体的にどのような法的救済手段を準備しているかが吟味

されなければならない。

今回の証券取引法の改正によって追加された証券業者の誠実・公正義務（証券法四九条の二）の性質については、これから議論されることになるであろう。^② その際、必要なことは、顧客の証券業者に対する信頼が、証券取引法の下での程度保護されているのか、そのために、証券法四九条の二が独自に機能しなければならぬ余地が残されているのかを検証することではないかと思う。その詳細は別稿に譲るが、証券業者が一般投資者の犠牲において不正行為を行う危険性は、証券市場の構造そのものに内在し、その形態も多種多様であることからすると、*Hughes* 判決で示されたような、証券と証券取引の特性を考慮した、柔軟性のある一般的な誠実・公正義務を定めたものとして、四九条の二を位置づけるべきだと考える。そこでの誠実・公正義務の内容は、通常の売主には課されない高い行為規範を課するものとして理解されなければならない。そのためには、義務の性質として、注意義務ではなく、忠実義務と言わなければならないというのであれば、四九条の二は、忠実義務を定めたものと解すべきであろう。

証券法四九条の二を、右のように、証券業者の多様な不正行為に対処しうる柔軟性のある義務を定めたものと解する場合、そのように解すること以上に大切なことは、そう解されたこの規定が実際に執行される体制が整っているかということである。このことは、新たに設置された証券取引等監視委員会の実際の機能や証券業協会等の自主規制の効力と深く関わる問題である。その検討も、つぎの課題にしたい。いずれにしても、損失補填等の証券不祥事という苦い体験を踏まえてなされた今回の改正によって新設された規定が、何年かの後、全く機能していないという状態に置かれないうよう努める必要がある。不合理な利鞘を詐欺的行為とした *Hughes* 1 判決は、証券立法の下での数年の経験の後になお、投資者が、SEC に登録した証券業者は、問題となったような不合理

な利鞘は稼がないということについて、業者を信頼し得ないとするならば、証券立法を一種の落とし穴 (snare) 、幻想 (delusion) とほとんど変わらない状態に置くことになる⁶²⁾と述べている。

注

62) 森本教授は、「広く、業者の高度の誠実性と顧客の公平取扱いを要求する一般的規定」と解される。森本・前掲(注2)一六頁。

63) 139 F. 2d 434, 438.