

博士（法 学） アンドリュー・パーテック

学 位 論 文 題 名

「買主注意せよ」、「開示義務」を越えて…

—一日米証券取引における勧誘者の注意義務—

## 学位論文内容の要旨

歴史的に遡ると、古代ローマ法においては「買主注意せよ」が原則であったが、既にユスティニアヌス一世の時代に例外が現れ、情報開示義務が課せられた。日米の法理論を見ると、それぞれの沿革の出発点では、この「買主注意せよ」の哲学を引き継いで、一部の例外を除き、広い範囲にわたってこの原則を認めた。しかし、農民社会の取引ではこの原理でよかつたが、現代社会では、当事者間の専門知識の格差の故に売主に一定の注意義務を課すことが妥当であると考えられるようになっている。

特に、証券取引ではこの注意義務が不可欠とされている。しかし、証券業者が、一般の投資者を勧誘するときに、具体的にどのような義務を負うのかは明確でない。近時の危険性が高いワラントとオプション等をめぐる事例はこの問題を浮彫りにした。本稿では、民事及び行政の事例を素材にして、日米の証券取引法に基づく勧誘者の注意義務を考察する。

この問題に関する今までの研究は、部分的な検討にとどまっている。多くの学説は、膨大な裁判例の一部のみを論じる。あるいは、基本的な義務の一部のみを検討する。他の学説は網羅的に裁判例を分析するが、民事判例と行政規制の相互関係を考察していない。しかし、裁判例が用いる様々な法概念、義務概念、法基準は相互に連動している。また、証券取引の不当な勧誘行為に関する民事裁判例、行政の執行訴訟、及び仲裁制度の在り方は、相互に影響しあっている。従って、証券会社の注意義務を理解するためには、これら全体を考察する必要がある。それ故、本稿では、証券取引における注意義務を包括的に検討する。

本稿では、第1章の序説で以上のような研究の課題・視角を述べた後、第2章でアメリカ法を吟味する。まず、関連する法規を明らかにする。そこで、アメリカの連邦法、証券取引委員会(SEC)の規則、自己規制機関(SRO)の規則、及び州法を検討する。次に、民事司法、行政規制と仲裁制度の3つのフォーラムを見る。民事裁判例では、勧誘者の注意義務に関して、連邦証券取引法のSEC規則第10b-5条は1つの柱となっているので、同規則の5つの個別要件、すなわち①不実表示及び不開示、②証券の購入・売却との関連性、③ブローカーのサイエンター、④ブローカーの発言の重要性、及び⑤投資者の正当な信頼を取上げる。その後、規則第10b-5条に基づく適合性原則違反の裁判例を検討する。この他に、州法の信認義務がもう1つの柱となっている。しかし、信認義務の適用は管轄によって差があるので、その義務の広い解釈、中間的な解釈及び狭い解釈の3つの立場を吟味する。民事裁判例を見た後、行政規制を見る。民事法は私人間の権利・義務関係を調整するのに対して行政活動は投資者保護及び市場の健全性を目的とし、異なる法基

準を適用するので、看板理論と SEC の執行訴訟及び SRO の懲戒決定を検討する。最後に、1987年に強制的な仲裁条項が認められてから、勧誘者の注意義務違反問題の殆どは、民事裁判ではなく、SRO の仲裁によって解決することになったので、アメリカの仲裁制度を検討する。

第 3 章では日本法を見る。第 2 章と同じく、まず、関連する法規を明らかにする。証券取引法の条文を見てから、該当する省令及び通達、そして自主規制機関の規則を整理する。この法規等の整理を踏まえて、民事規制、行政規制及び仲裁制度を見る。まず、民事裁判例の一般論における、3 つの基本的な義務、すなわち、①誤解を生じさせない義務、②適合性原則に基づく義務、及び③説明義務を順に取り上げる。①の義務では、断定的な判断等に基づいて責任を肯定する裁判例と否定する裁判例があるが、さらに、近時の裁判例は、この誤解を生じさせない義務を説明義務に組み込むので、その三つを個別に検討する。②の義務に関する裁判例では、伝統的な適合性原則のファクターを考慮し、勧誘者の責任を肯定するものと否定するものがある。そして、適合性原則を説明義務に組み込む裁判例があり、これらを検討する。③の説明義務に関する裁判例では、書面による開示から、具体的な説明、確認、継続的な助言等の広い範囲にわたる説明義務が見られるので、詳細に検討する。さらに、①ないし③の義務の他に、日本では基本的義務としては確立していないが、既にある裁判例は勧誘行為の合理性を要求し、合理性の義務を認める。最後に、日本の行政と民事体制との関係について論じる。日本の行政規制は、損失補てん、内部者取引等の問題に限定され、不当な勧誘の問題に取り組んでいないので、この問題については民事司法が実際上唯一のフォーラムとなっている。

第 4 章で日米の証券取引をめぐる法理論と規制構造を比較検討する。日米の法概念は一見異なるが、考慮している要素は著しく共通している。すなわち、合理的な勧誘行為、勧誘者のサイエンサー、当該発言の重要性、投資者の正当な信頼、及び投資者・ブローカーの信頼関係等がいずれにも見られる。しかし、それと同時に、一見似ているように見える公法上の法規・法令等も、実際の運用を見ると、両国の間に著しい相違が発生しつつある。これらの共通点と相違点を検討する。

以上のように、包括的に日米の証券取引における注意義務を検討すると、様々な側面にわたって、意外な結果が明らかになる。第 5 章では、これらの結果とこの結果の妥当性について考える。第一に、アメリカと違って、日本の証券取引法第 43 条は適合性原則に基づく義務を明文化するが、実際には、公法でも私法でも伝統的な適合性原則が殆ど見られない。その代わりに、説明義務が肥大化している。これらは妥当であろうか。第二に、この違いにもかからず、日米の法概念において考慮されている要素は著しく類似する。しかし、アメリカと違って、日本法はこれらの要素を具体的な要件としていない。最後に、アメリカの SEC 及び自主規制機関は、民事法上の法基準よりも厳しい法基準を設け、執行している。これに対し、強力な行政というイメージがある日本では、証券取引等監視委員会は、少なくとも一般的な投資者に対する不当な勧誘行為の規制に関して極めて消極的であり、証券業協会の自主規制も弱く、民事法上の規制が重要な役割を果たしている。

日本版ビッグバンの一部として、金融サービス法あるいは金融商品の販売・勧誘法が議論されている。以上の研究は、証券業者または銀行、保険会社等が取引を勧誘するときに私法上・公法上どのような注意義務を負うのかをめぐる議論の参考になるものである。

# 学位論文審査の要旨

主査 教授 瀬川信久  
副査 教授 大塚龍児  
副査 教授 北見良嗣  
副査 助教授 池田清治

## 学位論文題名

### 「買主注意せよ」、「開示義務」を越えて…

#### —日米証券取引における勧誘者の注意義務—

投資者を取引のリスクから保護するため、証券取引の勧誘者はどのような義務をどこまで負うのか。この問題は、ワラント・投資信託の取引被害をめぐって議論され、金融サービス法の焦点となっている。本研究は、これに関する日米の法制度を検討・比較し、日本法に対し一定の提言を試みるものである。

第1章で、これまでの断片的な研究の欠陥を示し、問題全体を捉える研究の必要を説いた後、第2、3章でアメリカ法、日本法を検討し、それを踏まえて、第4章で両法を比較し、第5章で日本法の問題点の原因を探り、提言を行う。

アメリカ法に関する第2章では、連邦法、証券取引委員会（SEC）規則、自己規制機構（SRO）規則、州法という法源の多層構造を概観したうえで、民事裁判、行政規制、仲裁制度をみる。民事裁判の分析では、①SEC規則10b-5条に基づく不実表示・不開示の5つの要件、②同条に基づく適合性原則違反の要件、③州法のコモンローに基づく信認義務を検討する。続いて、SECの執行訴訟における看板理論、SROの懲戒決定を検討し、最後に、1987年以後増加しているSROの仲裁を見る。日本法に関する第3章では、関係する法令、自主規制機関の規則を概観した後、裁判例における、誤解を生じさせない義務、適合性原則に基づく義務、説明義務、勧誘行為の合理性の義務を検討する。続いて、行政規制と民事裁判の関係、自主規制機関の活動を検討する。

第4章では、両国を比較し、(1)投資者の正当な信頼、勧誘者の発言の重要性、当事者間の信頼関係、勧誘行為の合理性など、実質的には共通点が多いこと、しかし、(2)アメリカでは勧誘者の義務を個別的に捉え、また、適合性原則が重要であるのに対し、日本では包括的な説明義務概念が重要であること、(3)アメリカではSEC、SROが規制に積極的であるのに対し、日本では行政規制が不活発で、裁判による解決が多いことを指摘する。

第5章では、上記(2)の違いが、市場の健全性・投資者保護という観点からなされる行

政機関・自主規制機構の規制と、当事者間の公平の回復という観点からなされる民事裁判のいずれが主要かという上記(3)の違いと、形式主義的か実質主義的かという法観念の違いとに由来することを明らかにする。そのうえで、日本法に対し、行政規制のための制度的・財政的資源の整備充実と、勧誘者の諸義務の個別的な構成とを提言する。

本論文は、第1に、日米の法令、裁判例、学説を網羅的に収集・整理し（日本の裁判例約90件、文献80本、アメリカの裁判例約130件、文献約90本）、日本の裁判例をこれまでの判例研究よりも読み込むなどの基礎的な作業を踏まえたうえで、統計的資料の分析、証券業協会、証券取引等監視委員会に対するインタビューなどの幅広い研究手法を探っている。第2に、この研究手法によって、訴訟社会といわれるアメリカよりも日本で裁判例が多いこと、アメリカでは仲裁が多いこと、規制緩和のモデルたるアメリカの方が行政規制が厳格で多いこと、ただし、摘発型の準司法行政であること、日本の裁判例では説明義務概念が肥大化していること、「勧誘の合理性」の判断がみられることなどを発見している。第3に、包括的な考察によって問題の全体像を明らかにした。すなわち、従来の研究は、アメリカ法については、著名判決やSEC規則10b-5の紹介にとどまり、日本法については、裁判例の説明義務の検討に終始していた。これに対し本論文は対象と視角を、アメリカについては、連邦法規則から、州法、行政規制、業界団体の自主規制・仲裁制度まで、日本については、法令と裁判例から、証券取引等監視委員会の規制活動、証券業協会の公正慣習規則にまで、また、裁判例では、説明義務だけでなく、適合性原則、勧誘の合理性にまで拡げ、問題の全体を検討した。これによって、両国の法令や判例の違いを、行政規制のあり方、市場観の違い、法文化の違いと関連させて、構造的・立体的に明らかにした。第4に、以上の研究を単なる記述に止めず、日本の司法規制・行政規制に対する提言につなげている。最後に、アメリカ法の部分の日本語がややこなれていないが、全体として正確で分かりやすい日本語で書かれている（論文全体は458,000字=200字×2,300枚）。

本論文にもいくつかの欠点がある。豊富な内容のゆえではあるが、第2・3章を中心に重複があり、冗長である。また、第2章の記述には、アメリカ法の複雑さと特殊性のゆえではあるが、分かりにくい部分、記述の相互関係が不明快なところがある。責任要件を論ずる本論文には無い物ねだりであるが、因果関係論と損害論の検討がないのは惜しまれる。しかし、上記の優れた点を持つ本論文は、学界の議論を数段引き上げるものであり、金融改革と関連させた適切なテーマ設定を含めて、日米法学研究の新時代を切り開くものということができる。

審査委員会は、本論文が博士（法学）に値すると判断した。