

金融機関の説明義務に関する一考察

新潟大学法学部 山田 剛志

【目次】

問題の所在

第一章 金融機関の説明義務に関するわが国の問題状況

第1節 変額保険販売と保険会社の説明義務

- 1、変額保険販売とその背景
- 2、変額保険訴訟の概要
- 3、変額保険訴訟における説明義務に関する具体的検討

第2節 融資取引に関する銀行の説明義務

- 1、変額保険関連融資
- 2、一般的融資取引

第3節 有価証券販売に際しての証券会社の説明義務

- 1、株式販売時における情報提供と不法行為責任
- 2、ワラント取引に関する証券会社の不当勧誘と不法行為責任
- 3、証券会社の投資勧誘と説明義務に関する学説の展開

第二章 米国における金融機関による情報開示義務と適合性の原則

第1節 銀行の貸手責任と情報開示義務

- 1、貸手責任理論と信認義務
- 2、情報開示理論に関する法理

第2節 ブローカーディーラーによる不当な投資勧誘と適合性の原則

- 1、不当な投資勧誘
- 2、看板理論及び過当取引
- 3、米国における適合性の原則の展開

第三章 ドイツにおける投資仲介者の説明義務と目論見書責任理論の展開

第1節 ユニバーサルバンクにおける投資商品販売と説明義務

- 1、銀行（ユニバーサルバンク）の助言・説明義務

2、助言・説明義務の具体的内容

第2節 灰色資本市場と一般目論見書責任

- 1、灰色市場と一般私法理論
- 2、ドイツにおける二つの資本市場
- 3、灰色の資本市場の歴史的展開
- 4、損益通算会社の出現の契機とその法的構造
- 5、損益通算会社に対するドイツ政府による対応の失敗と投資家保護上の問題点

第3節 私的非公開不動産ファンドの法的性質

- 1、個人投資家と私的非公開不動産ファンド
- 2、私的非公開不動産ファンドにおける合資会社方式と共有持分方式
- 3、私的非公開不動産ファンドに関する投資家保護上の問題点

第4節 灰色資本市場における一般私法理論による投資家保護

- 1、判例法による一般目論見書責任理論の展開
- 2、一般目論見書責任と投資仲介者の契約責任
～アスマン教授の著作を手がかりに

第5節 特別法（証券取引法）による投資仲介者の行為規制

第4章 金融機関の説明義務に関する検討

第1節 金融機関の助言・説明義務とその法的根拠

第2節 金融機関の説明義務の内容

- 1、適合性の原則の適用
- 2、消極的義務とアフターケア義務

問題の所在

現在わが国では、いわゆるバブル経済の崩壊に伴って金融機関と顧客である預金者・投資家の間に紛争が頻発している。様々な金融機関が顧客との間で紛争を生じさせている。特に本稿で問題とするのは、金融機関の説明義務である。金融機関が金融商品を顧客に販売・勧誘する際に、当該金融商品のリスクを説明しなかったり、顧客の側が理解をしなかったりした場合に、当該金融商品が予想した成果を上げなかったときに、紛争が生じているものである。

特に現在問題となっている紛争を大まかに分類すると、①保険会社による変額保険販売、②銀行による融資取引に関するもの、そして③証券会社によるワラント販売である。また④は、銀行による融資を伴うものと保険会社単独で販売したものの2種類に分けられる。

変額保険に関しては、保険会社が自ら販売するほかに、昭和61年頃からバブル経済による地価高騰に対する相続税対策として、一時払保険料相当額を提携する銀行から融資を受けて保険を購入するものがある。変額保険の契約者からすると、「銀行の融資額は相続税算定の際に損金として計上でき、相続税はもし契約者が死亡すれば死亡保険金で賄われ、生存していれば満期保険金で対応する。しかも満期保険金は現在では～%で運用する事が出来る（期待される）。」という非常に魅力的な説明がなされていた¹⁾。

しかし1990年以降株価が低迷し、変額保険が当初期待された運用をすることが出来ずに、元本割れを多く生じさせた。その結果変額保険の契約者が保険会社に対し損害賠償を請求するという裁判が頻発した。即ち生命保険外務員の勧誘行為について、通常の場合には不法行為があったとして、責任追及をするのが典型的な事例である。また変額保険勧誘の際に銀行員が行った勧誘行為に対しても同様な請求がなされている。

いずれにせよ変額保険のようなリスク商品に関しては、価格が下落した場合のリスクは変額保険の契約者が負うべきものであり、損失の補填を保険会社や銀行に請求することは自己責任の観点から出来ないはずである。しかしながらそれぞれの判例を検討すると、投資商品である変額保険の商品性を十分説明せずに勧誘した例が少なくなく、顧客が変額保険の商品性を理解しないで契約した例が多いようである。この場合自己責任ということて

1) 「変額保険 大蔵直轄銀行の”犯罪”」『週刊東洋経済』1996年1月27日32頁以下。

変額保険の価格下落の責任を契約者に負担させるのは合理的な解決であろうか。

またワラント販売に関しても、証券会社と投資家との間の紛争が頻発している。特にバブル期に初めて株式・証券投資を始めた個人投資家の中には、証券投資経験に乏しく、有価証券投資に伴うリスクに関しても十分理解をしていないものが多い。そこで十分な知識や経験がないまま、証券会社の外務員の情報提供により証券投資を行ったものである。問題が大きかったのは、ワラント取引である。証券投資の中でもワラント取引は特にハイリスク・ハイリターンであり、ワラントの仕組みを理解しないまま投資をした例が多く、ワラントが権利行使期間徒過とともに無権利の「紙屑」となってしまったからである。そのため問屋たる証券会社による投資勧誘に際し、証券会社によりなされる情報提供は、個人投資家の投資判断に極めて大きい影響を与える。従って不適正な投資勧誘は、個々の投資家に被害を与えるだけでなく、証券市場全体にも深刻な影響を与えかねない。

そこで本稿では、金融機関と客の間の紛争を①保険会社による変額保険販売、②銀行による融資取引に関するもの、そして③証券会社によるワラント販売の分類で検討した上で、アメリカ及びドイツの法制、判例及び学説を参照としながら、紛争解決の法的手段を検討する。そしてその上で金融機関は金融商品販売に関してどのような義務を負っているのか、何故そのような義務を負っているのかという問題について一考察を加えることを目的とするものである。

第一章 金融機関の説明義務に関するわが国の問題状況

第1節 変額保険販売と保険会社の説明義務

1、変額保険販売とその背景

変額保険とは、保険会社が定額保険とは別の特別勘定により、変額保険による資産を主に株式や債券等の有価証券に投資し、その運用成果により保険金額や解約返戻金変動する仕組みの生命保険である。通常の定額保険が利息や配当金収入などの安全性重視の運用を行い、仮に運用の成果が予定利率を下回った場合でも給付が保証されていたのに対し、変額保険は株式や債券の売買益をも目的として、運用や経済状態によっては高い収益が期待できる一方で、株価や為替などの変化による保有有価証券の価格の下落により運用の成果が左右されるハイリスクハイリターンの商品である。従って生命保険でありながら一方で証券投資信託に類似した性質がある保険商品である³⁾。

保険募集の取締に関する法律³⁾第9条によれば、「損害保険会社の役員、使用人又は登録された生命保険募集人もしくは損害保険代理店でないものは、保険契約締結の代理又は媒介をなすことは出来ない」とされている。変額保険の販売に関しては社団法人生命保険協会が「販売資格制度」を設け同協会が実施する販売資格試験に合格しかつ登録したものでなければ行うことは出来ないとされている。これは行政指導により設けられた制度とされている⁴⁾。また募取法16条によると、不実告知及び契約条項のうち重要な事項の不告知、保険契約者への特別な利益提供は禁止された。また大蔵省銀行局長通達⁵⁾により、将来の運用成績に関する断定的判断の提供、特別勘定運用成績について、募集人が恣意的に特定の運用期間のみを取り上げ運用成績を強調することにより将来の運用成績を予想する

2) 関沢・市原「変額保険訴訟の背景と論点」『金融法務事情』1465号7頁以下にも同様の指摘がある。

3) なおこの法律は平成7年保険業法改正に伴い、保険業法に吸収され、現在では(1997年8月)廃止された。以後「募取法」と省略す。

4) 森田章「変額保険」『民商法雑誌』113巻4・5号161頁参照。

5) 大蔵省昭61年7月10日蔵銀第1933号銀行局長通達「変額保険募集上の留意事項」

行為、保険金額あるいは解約返戻金額を保証する行為等がいずれも禁止された。

変額保険とは、保険金額が資産運用実績により変動する保険であり、最終的に資産運用リスクを保険契約者に負担させるものである。一般的に変額保険には、①終身保険タイプと②養老保険タイプがあり⁶⁾、終身型は契約後一生涯の保証があり、死亡・高度障害保険金は運用実績に基づいて保険金額が増減する。但し死亡及び高度障害保険金に関しては最低保証額（保険基本額）が存在する。養老保険タイプは、満期までの保証があり、また満期まで生存した場合には、満期保険金が支払われる。満期保険金額は保険期間満了時までの資産運用実績に基づいて計算された積立金額であり、基本保険金額を下回ることもある。しかし死亡・高度障害保険金は資産の運用実績により保険金額が増減するが、最低保証（基本保険金額）はある。このように変額保険とは、死亡・高度障害保険金以外は、保険会社の運用実績により保険金額が決定されるハイリスクの金融商品である。

変額保険は米国や英国では既に商品化されていたが、わが国では昭和60年5月に保険審議会が「変額保険のニーズが高まっている。」という答申を行ったのを受けて、昭和60年7月に大蔵省による商品に対する認可が行われ、同年10月から保険会社から各種変額保険が販売されるに至ったものである。昭和61年当時は、周知のようにまさにバブル経済が膨張しようとしていた時勢であり、特に大都市の自営業者などを中心とする不動産所有者は地価高騰による相続税支払に対する不安を増大させていた。このような状況の中で銀行借入れにより賃貸マンションを建設することなどと並んで、銀行から借入れをして一時払いで変額保険に加入することがマスコミにおいても取り上げられた⁷⁾。銀行借入れによる変額保険加入をした場合の相続税対策としては、銀行借入れをすることにより資産からその金額を債務控除することができ、相続税評価の標準額が減少することである。そして終身型であれば終身、養老型であれば満期までに相続が開始されれば、死亡保険金（保証された基本保険金）が支払われるため、相続税納税原資が得られることが特徴である。借入れによる土地等の購入による相続税対策に比べて即効性があり、もし法定相続人を被保険者とする変額保険を契約した場合には、一時払い保険料は遺産として評価される事も特徴として挙げられる。

6) 三井生命（相）には、資料収集の点でお世話になった。御礼申し上げる。

7) 関沢・市原・前掲論文、8頁以下参照。

相続税対策として変額保険に加入する場合には、通常以下のような手続がなされる。まず被相続人は、保険会社と変額保険契約を締結する。保険契約者が支払う一時払い保険料について銀行から融資を受け、保証会社あるいは銀行が被相続人の所有する相続財産たる不動産に根抵当権を設定する。借入金利息についても継続的に融資を受けることとするため、根抵当権の極度額は当初の融資額の1、5倍～2、5倍を設定するケースが多い⁹⁾。

しかし変額保険の運用が当初の予定通りの利率で運用されれば問題はなかったが、周知のようにバブルの崩壊により運用益が予想額を大幅に下回ってしまった。変額保険の解約返戻金が減少し、たとえ解約しても銀行からの借入金の返済が出来ず抵当権の実行が行われる例が少なくない。そのような状況の中で、現在顧客と保険会社・銀行との間の紛争が頻発している。本稿では、保険会社が責任追及された場合と銀行が責任追及された場合の2つに分類して検討する。

2、変額保険訴訟の概要

現在わが国で変額保険に関する訴訟の係属数は約600件であり、現在のところ約100件ほどの判決が言い渡されている⁸⁾。個別の判例に関しては、3、で最高裁判例に関して検討するが¹⁰⁾、ここでは今まで判決が下された訴訟の手掛かりとして、変額保険に関する訴訟の概要を検討することにした。

変額保険に関する訴訟の中には、様々な種類のものがあるが、一番多いのは保険契約者が原告となり、保険会社（代理店及び保険外交員も含む）、銀行及び保証会社の全部又は一部を被告とする訴訟の形式である。例外的に銀行が貸金返還請求及び保証債務履行請求を提起したところ、被告が変額保険の保険料の融資であることを理由に錯誤無効を主張す

8) 関沢・市原・前掲論文、9頁参照。

9) 「変額保険 大蔵直轄銀行の”犯罪”」『週刊東洋経済』1996年1月27日号32頁以下参照。

10) 最判平8年9月26日『金融法務事情』1469号49頁、及び最判平8年10月28日『金融法務事情』1469号49頁。募集人の説明義務につき最高裁が積極・消極の判断を下した初めての判決である。後ほど詳しく検討する。

るケース¹¹⁾もある。しかし変額保険の勧誘方法が具体的事例によりかなり異なるので、全てを画一的に把握するのは困難であるが、ここでは保険契約者が原告である訴訟を取り上げ、その中で被告が①保険会社である場合、②銀行・保証会社である場合に分類して検討する。

①保険会社が被告である場合

この場合には、訴訟は大きく分けて次の3種類がある。一つは、保険契約が錯誤による無効¹²⁾（民法95条）、公序良俗による無効（民法90条）を主張して、不当利得の返還を請求する訴訟である。この場合の請求金額は払込保険料の総額である。二つ目の分類としては、募取法違反、違法な勧誘形態、説明義務違反を理由とする不法行為（民法709条）又は債務不履行を理由とする損害賠償請求（民法415条）がある¹³⁾。この場合の請求金額は払込保険料（解約返戻金を差し引く）、銀行金利、借入費用、保証料弁護士費用等である事が多い。3つめとして挙げられるのは、保険会社又は従業員（保険外交員）による元本保証及び利益保証の約定の不履行を理由とする債務不履行¹⁴⁾請求である。

②銀行（信用保証会社）が被告の場合

銀行（信用保証会社）が被告となる場合、訴訟は大きく分けて2通り¹⁵⁾の訴訟がある。一つは、保険料の払込のためになした金銭消費貸借が、錯誤による無効（民法95条）、公序良俗違反による無効を理由に借入金債務不存在確認請求¹⁶⁾がなされたものである。

11) 東京地判平8年7月30日『金融法務事情』1465号90頁。

12) 多くの判例があるが、ここでは東京地判平6年5月30日（『金融法務事情』1390号39頁以下）を指摘するにとどめる。なおこの件に関しては、大村敦志「変額生命保険契約締結の際の虚偽の説明による誤信と要素の錯誤」『金融法務事情』1428号68頁以下参照。

13) 東京地判平成5年6月30日『金融法務事情』1377号32頁。なお本件の控訴審については、東京高判平6年1月27日『金融法務事情』1381号30頁参照。なおこの分類の判決も数多く存在する。

14) 大阪地判平6年7月6日『金融法務事情』1397号48頁。

15) 関沢・市原・前掲論文は、3種類に分類している。

16) 東京地判平8年3月25日『判例時報』1572号75頁他。

この場合に、1つのバリエーションとして金銭消費貸借が錯誤等により無効であることを前提にして、根抵当権抹消請求を求めたものもある¹⁷⁾。

2つ目として挙げられるのは、銀行の説明義務違反・勧誘時の違法行為の有為を理由にする不法行為又は損害賠償による損害賠償である¹⁸⁾。損害としては払込保険料（解約済の場合には解約返戻金を除く）、銀行金利担保設定料などの借入費用、保証料、弁護士費用等の費用が請求されている。

なお実際の訴訟では、これらの請求が組み合わされる場合が多く¹⁹⁾、また場合により共同不法行為として保険会社・銀行双方に損害賠償が請求されることもある²⁰⁾。しかしこれらの検討からいえるのは、多くの訴訟は原告である変額保険の保険契約者が求めた請求の中身は、①契約が錯誤又は公序良俗などの理由により無効であると主張し、不当利得として返還を求めたものと、②契約に際し違法な投資勧誘があったか、十分な説明をしなかったことが不法行為若しくは債務不履行に該当し、その結果損害賠償請求をするものに大別できるといえる。本稿で問題とするのは、金融機関の説明義務である。従って判決の多岐にわたる論点の中から説明義務に関連した問題点を中心に検討することにする。

3、変額保険訴訟における説明義務に関する具体的検討

ここでは、被告が保険会社（及び保険外務員）の訴訟において、保険会社の説明義務に

17) 東京地判平8年7月30日『金融法務事情』1465号90頁。いわゆる「千葉銀行事件」として知られているものである。

18) 富山地判平8年6月19日『金融法務事情』1465号110頁。いわゆる「北陸銀行事件」として知られているものである。

19) 前掲大阪地判平6年7月6日『金融法務事情』1397号48頁は、例えば主位的請求として被告による元本保証及び利益保証約定の不履行を、予備的に違法な募集に関する不法行為により損害賠償を請求している。

20) 例えば富山地判平8年6月19日『金融法務事情』1465号110頁の被告は、北陸銀行及び第一生命保険である。

関して近時に出された2つの最高裁判例²¹⁾を中心に検討する。この2つの判例は、変額保険訴訟に関して最初に出された最高裁判決であり、保険会社及び保険外務員の「説明義務」に関し、義務違反なし(①事件)、義務違反あり(②事件)というように反対の結論が出されており、「説明義務」に関する最高裁の見解を検討することに対し有益のみならず、「説明義務」自体の検討にも有益であろう。

事案は次の通りである。①事件について、X(原告、被控訴人・附帯控訴人、上诉人)は、大正15年生まれ的女性であり、学校法人の理事長および同法人の経営する幼稚園の園長をしている。Xは、Y(被告、控訴人・附帯被控訴人、被上诉人)生命保険会社の従業員Aの勧誘を受けて、平成2年9月28日、Aの保険設計書に従った変額保険契約を申し込み、保険料に充当すべきものとして5224万500円を支払い、同年10月1日、被保険者である娘婿のBが診査を受け、同年11月1日を契約日とする保険契約が成立した。その後同保険の運用実績が思わしくなく、Xは、平成5年3月2日、本件契約を解約したものが、Yからは、当初の払込保険料を大幅に下回る解約返戻金3746万5643円及び積立金4万8539円しか返還されなかった。そこでXはYに対し、主位的に、Yによる元本保証および利益保証約定の不履行を理由に、予備的にYの外務員の違法な募集に関するYの責任(募取法1条1項)を理由に、2357万余円の損害賠償を求めたのが本件の事案である。

この事案に対し原告であるXの主張は、以下のとおりである。

(1)債務不履行(主位的請求)・Yの外務員Aは、本件契約を勧誘するに際し、高収益性、有利性のみを強調して説明し、他方、定額保険に対する変額保険の特殊性や危険性について全く説用しなかった。従って本件契約は払込保険料及びこれに対する年7、172%の利益が保証された契約というべきである。よってYは、Xに対し、右利益保証を含む本件契約の債務不履行に基づく損害賠償の義務を負わなければならない。たとえ仮に年7、272%の利益保証が認められないとしても、Aは、変額保険は銀行預金金利よりも有利であるとして本件契約を締結させたものであるから、少なくとも本件契約締結当時の銀行預金の普通預金利息3、5%の利益保証をしたというべきである、とする。

21) ①最判平8年9月26日『金融法務事情』1569号49頁及び②最判平8年10月28日『金融法務事情』1569号49頁である。以下①事件及び②事件と略記する。

(2) 旧募取法11条1項（予備的請求）・Aは、元本割れの危険もあり、資金運用のリスクを保険契約者が負わなければならない本件契約を勧めたうえ、Xにそのような危険性があることを十分に知悉させる義務（旧募取法16条）を怠り、高収益性や有利性のみを強調し、その特殊性や危険性をなんら説明しなかった点等、Aの本件変額保険募集は、旧募取法に違反し違法なものであるから、当該外務員の使用者であるYは、同法2条1項に基づきXが被った前記損害を賠償する義務がある、とした。

これに対して、Yは、以下のように主張した。

(1) AがXに手渡した本件設計書には、変額保険ではその資産運用実績に応じて保険金額・解約返戻金の変動し、一定でない旨の説明とその関係を図示し、さらに、特別勘定の資産の運用実績例表として「9%の場合」「4、5%の場合」「0%の場合」の保険金額及び解約返戻金額を例示し、加えて「解約返戻金は、運用実績および配当実績により変動（上下）しますので、将来のお支払い額を約束するものではありません」と記載してあるので、これを一覽すれば解約返戻金が保険料を下回るリスクを負うことは明らかである。確かに保険外務員であるAは、Xに対して、主に9%の運用実績を例として説明しているが、例としての説明に過ぎず、利回りを保証したのではない。

(2) 本件設計書に将来の利益配当予想を記載したり、特別の利益の提供を約したことはなく、変額保険が運用実績に応じて変動する保険であることの説明は十分尽くされており、従ってAの募集になんら違法な点はないから、Yには、旧募取法11条1項に基づく損害賠償責任もない、と反論した。

これを受けて第一審²²⁾は、主位的請求は退けたものの、Xの旧募取法違反の主張を認めた。すなわち、「本件設計書は、株価の暴落などを経て、現実にマイナスの運用になっている保険会社も現れている状況になっていたにもかかわらず、運用実績がマイナスになる場合の例示をしていないのであって、説明書としても万全のものといえないのみならず、単に書面を交付していることのみによって、説明義務が尽くされていると連断することはできない。Aは、銀行預金より利回りがよいとして変額保険を勧め、それが従来の保険と異なり、ハイリスク・ハイリターンの投資商品であり、Yによる株式等の運用実績に応じ解約返戻金が増減し、元本割れもありうることを十分説明しなかつただけでなく、

22) 大阪地判平6年7月6日『金融法務事情』1397号48頁。

A自身も元本割れの危険など考えていなかったこともあって、連用実績9%の例を中心に高利回りが期待できると誤解させるような説明をしたものであって、Aの本件契約の前記勧誘態様による募集行為には説明義務違反があり²³⁾、その点に過失もあったと認められるから、右募集行為について不法行為が成立する。したがって、Yは、旧募集法11条1項により、Aの募集によってXが被った損害を賠償する義務がある。Yが賠償すべき額については、Xには5000万円余りの大金を運用するには、いささか慎重さに欠ける面があったことは否めないのに対し、Aの違法性や過失の程度は比較的小さいものであるとし、YからはXに対し年に一度、解約返戻金を明記したインフォメーションが送付されていたのであるから、Xとしては遅くとも平成3年11月ころには、元本割れの事態に気づくことができたはずであり、その時点であれば損害は未だ458万円余であったから、少なくともその後の損害拡大を防止することが期待できた」として過失相殺を認め、Xの過失割合を7割とし、払込保険料額から返戻金額を控除したXの損害額1472万6318円の3割にあたる441万7895円の賠償を命じた。そこでXが控訴した。

原審²⁴⁾は、以下の理由によりXの請求を棄却した。

(1) 変額保険は、高利回りを期待できる金融商品として一般の間でも注目を集めていたのであり、本件契約が締結された平成2年は、同年3月に株価の急落があったものの、なお変額保険の運用利回りの上昇が期待されていた時期であり、『バブル経済』が崩壊する事態を誰も予想することができない経済情勢にあったこと、(2) 変額保険の保険料は、保険会社において運用するのであり、保険契約者の投資技術の巧拙によって運用に損益が生じるものでないから、投資商品の取引の経験がなければ、多額の変額保険に加入することはありえないとはいえないこと、及び(3) 変額保険に加入したのちは、これを解約するか否かは、保険契約者が経済情勢や保険会社における資金の運用実績(解約返戻金の金額)、死亡保険金等に基づき自らの判断において行うことができるところ、本件においてXは、Yにおける当該変額保険の運用実績を知りながら、本件契約締結後2年数か月を経た後に自らの判断に基づき本件契約を解約していることに照らせば、Xにおいて変額保険

23) 下線は筆者の判断である。なお何故保険会社が法的に説明義務を負うかについては言及されていない。

24) 大阪高判平7年2月28日『金融法務事情』1420号34頁。

という金融商品の特質を知らずに、本件契約を締結したとはいいたい、とした。更に(4)本件設計書には、運用実績が0%の場合には、解約返戻金が払込保険料を下回ることが明記されており、Aも運用実績が9%の割合による場合に限らず、4、5%や0%による場合も説明し、元本割れ(解約返戻金が払込保険料を下回ること)の可能性のあることも指摘したことが認められる。そこで、本件設計書を通読し、かつAの説明を受ければ、Xの地位、財産、知的能力等からみて、Xは変額保険の特質および資金運用の仕組みを容易に理解しえたというべき」であるとする。また、Yや他の保険会社数社においては、そのころ、なお相当の運用利回りを確保していたことも認められ、バブル経済の崩壊を予測することが必ずしも予測しえなかった当時の情勢を鑑みると、Aの右言動が変額保険における将来の運用利回りに対するXの理解や予測を妨げたということはできず、Xがより有利な自己の資金の運用の手段として、Yの変額保険を選択するについて、Aが必要な説明を欠いたとはいえない、という。従ってAの勧誘が旧募取法に反することはないとして、Xの請求を棄却したものである。その後X上告。

最高裁は、「所論の点に関する原審の認定判断は、原判決挙示の証拠関係に照らし、正当として是認することができ、その過程に所論の違法はない。」として上告棄却した。

②事件について、X(第一審原告、原審甲事件被控訴人・乙事件控訴人、丙事件相手方、被上告人)は、大正15年2月28日生まれの男性であり、平成2年7月の本件変額保険契約締結当時63歳であった。Xの妻Aは、かねてからX死亡時の相続税の支払いに対して、強い不安を抱いていたことので、平成2年4月17日、相続税に関するテレビ番組を見て変額保険に強い関心を待ち、Y₁生命保険会社(第一審被告、原審甲事件控訴人・乙事件被控訴人・丙事件申立人、上告人)の保険外務員Y₂(第一審被告、原審甲事件控訴人・乙事件被控訴人、上告人)に電話をして、銀行借入により保険料を一括支払いする変額保険がY₁の商品にあるのか、あるならばその内容について知りたい旨伝えた。4月下旬、Y₂はこれに応じてX方を訪問し、Y₁作成の変額保険についてのパンフレットをAに交付のうえ、本件変額保険は払込保険料をY₁が株式等に運用してその実績によって保険金額および解約返戻金が増減するという簡単な説明をした。同年5月、Y₂は変額保険についての設計書をAに交付し、同時にAに求められてY₁の変額保険の運用実績が記載された金融雑誌の記事を取り寄せ、Aに右記事を見せた。Y₂は、本件変額保険契約締結に至るまでの間に、複数回にわたって、Y₁の変額保険の将来の運用成績は9%を下回ることはないという趣旨のことを強調した。6月12日、X自身は当初は契約加入には消極的

であったものの結局は保険契約に承認し、Aが申込書の被保険者および保険契約者欄にX名義で、保険金受取人欄に自己名義で署名捺印した。その際、Aは保険料支払いのための融資を行う金融機関を紹介してくれるよう、Y₂に依頼した。7月2日、本件融資の件でY₂がY₃銀行（第一審被告、原審乙事件被控訴人）の行員Y₄（第一審被告、原審乙事件被控訴人）を伴ってX方を訪れ、X及びAから相続税対策のためにY₁の本件変額保険に加入するので融資を受けたい旨の申出があった。同月12日、X所有の不動産につき、担保権設定のための調査が行われ、本件不動産の時価は合計で6億900万円と査定され、その結果融資可能と判断されてその旨がX及びY₂に連絡された。同月19日、Y₄がX方を訪れ、XはY₃銀行に本件融資契約の申込をした。融資契約は同月20日付けで成立し、同日Y₂がX方を訪れ、最終的にXが保険料8000万円の本件変額保険に加入することになった。この際、Y₂からXおよびAに対して本件変額保険の設計書が交付された。Y₂は、この設計書を使って口頭で保険金額および解約返戻金は運用実績しだいで変動すること、基本保険金が約1億4000万円であること、及び運用実績9%の場合の10年後の保険金額および解約返戻金の額に鉛筆で該当部分に下線や囲みをつけるなどして強調して説明したが、設計書の運用実績例のうち、4、5%、0%の場合については触れず、Y₁生命の運用実績が9%を下回ることはないことを前提とする説明に終始した。Xは、平成4年3月10日、本件変額保険契約を解約し、Y₁生命は、Xに対し、解約返戻金として金7376万4830円を支払った。Xは、平成4年5月6日までに、Y₃銀行に対し、本件融資契約に基づく貸金残債務を弁済した。そこで、Xは、Y₃銀行およびY₁生命の従業員から違法な勧誘を受けたため本件変額保険を締結したこと等の違法事由を主張し、そのためXが損害（支払保険料と解約返戻金との差額金623万円170円、Y₃銀行からの借入金利等1204万7343円、借入実費67万7400円、慰謝料200万円、弁護士費用279万円の合計2374万9913円）を被ったとして、不法行為に基づき、Y₁らに右損害の賠償を求めた、のが本件の認定された事実である。

第一審²⁵⁾は、次のように判示した。

(1) 本件変額保険と本件融資は一体不可分のものとして考察されるべきであり、Y₂及びY₁生命の負う説明義務も通常の変額保険の説明義務と異なるとのXの主張につき、Y₁

25) 東京地判平7年3月24日『金融法務事情』1430号72頁。

生命とY₃銀行に本件変額保険の販売につき、業務提携がなされているといった特段の事情があれば格別、そうでなければそのことから直ちに両者を一体の契約と見ることはできないとした。そのうえで相続税対策をどう立てて行くかは自らの責任において調査、判断すべきものであり、本件においてはXはY₃銀行あるいはY₁生命との間で自己の資産運用についての助言、企画を依頼する委任契約を結んでいたわけではないし、特別にこれらを期待できる事情があったとも認められない、という。その前提のもとで(2)変額保険自体についての説明義務違反の主張につき、Y₂の説明が、Y₁生命の変額保険の将来の運用成績が9%を下回ることはないという趣旨のものである以上大蔵省通達が禁止する「将来の運用成績についての断定的判断の提供」にあたる疑いが強いとし、私法上も違法の評価を受けるべきものとした。更に(3)Xの所有する不動産の担保価値のみを重視したとしかいえないような変額保険の一括払込保険料に対する融資が銀行の健全な融資の姿勢によるものといえるかは甚だ疑問というしかないとしながら、Y₃銀行にX主張のような融資を断念すべき義務あるいは変額保険の危険性についてXに説明すべき義務を認める法律上の根拠はないとした。(4)損害額については、払込保険料と解約返戻金との差額、ならびに融資にともなう利息および抵当権設定登記等にかかった借入費用を賠償すべきものとした。そして本件変額保険を締結するにあたって、軽々にY₁生命の一外務員であるY₂の口頭での将来の運用成績に関する説明を信じたX側の過失は大きいとし、さらに、本件変額保険成立の日から解約するまでの期間にXが死亡した場合には少なくとも1億4232万3200円の死亡保険金を受け取れる地位にあったという意味で、生命保険の本質的な点での利益を受けていたという、いわば損益相殺的な要素も考慮し、Xに生じた損害額のうち8割はXが自ら負担すべきものであり、2割をY₁生命及びY₂に負担させるのが相当であるとし、弁護士費用を加えて、Y₁・Y₂それぞれ金417万1180円の賠償を命じた。それを受けてY₁・Y₂が控訴した。

原審²⁶⁾は、(1)Yによる説明義務違反の違法性につき、変額保険についても証券取引法でいう適合性の原則がそのまま適用されるべきか否かはともかく、Xは本件不動産を所有するものの、自宅の土地建物であり、生活に不可欠の資産であって遊休資産ではなく、他に見るべき資産はなかった上、所得は少なかったから、本来変額保険が予定している投

26) 東京高判平8年1月30日『金融法務事情』1469号52頁。

資リスクに耐えられる顧客層に属するかどうか疑問があったこと、さらに、Xは、自己資金がないため、銀行から融資を受けて変額保険に加入しようというものであり、かつ利息の支払いについても追加融資を受け、Xの死亡時までに発生する借入金全部を死亡保険金で一括して弁済できるとの前提で、本件変額保険加入を決断したものであり、Y₂はこの事実を知っていたのであるから、このような事実関係のもとにおいては、変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべきであり、この理はY₁生命とY₂銀行との業務提携の有無によって左右されるものではないというべきであるとした。しかしY₂は右の点に関する説明をせず、むしろ死亡保険金が相続税支払いの原資になる旨を述べるなどしたのであるから、この点からも説明義務に違反する、という。そして(2)基本保険金を取得できる可能性があったことを損益相殺的要素として重視することは相当でないとし、本件の事実関係のもとではXに生じた損害の6割をXが負担し、その余をY₂およびその使用者であるY₁生命が負担すべきであると、賠償すべき損害額の合計を834万236円とした。この判決を受けて、Y₁・Y₂が上告した。

最高裁は以下の通り判断し、上告を棄却した。「右事実関係の下においては、上告人らは違法な勧誘行為の結果被告人が被った被害を賠償すべき義務があるとした原告の判断は、正当として是認することができる。原判決に所論の違法はない。」

以上が事実概要及び判決要旨であるが、続いて検討に移る。本件最高裁両判決とも、短い理由を付して上告を棄却するものであるため、これらから直接的に、最高裁による変額保険訴訟に対する態度を読みとることはできない。従って一層双方の原審判決の内容に注目する必要がある。原審両判決は、上記のように、原告の属性、その社会的地位、経済知識等、あるいは書面の交付、当時の経済状況の相違及び「元本割れの可能性を説明しているか否か」等の個別ケースの判断にかかるものであるといえそうである。この点に関し山下教授は判例批評の中で²⁷⁾、「原告の属性を考慮し、その社会的地位、経済的知識等から、求められる説明の内容・程度に差違がありうること、また、説明の際にどのような書面を

27) 山下丈「変額保険の募集に当たり募集人の説明義務違反に関する積極・消極の最高裁二判例」『私法判例リマークス1997<下>』115頁以下。

交付したか、運用実績の予想につき9%を強調した行為を、右のような当時の経済状況からみて、単なるセールストークとみるか、大蔵省通達に禁止されている『断定的判断の提供』とみるかの微妙な、個別ケースの判断にかかるものである。」としている。

確かに変額保険をめぐる初めてのこれらの最高裁判決は、保険加入がそれぞれ平成2年7月(②事件)と11月(①事件)であり、「前年末(平成元年12月)加入の変額保険について、…Y₁生命の運用実績が…、平成2年12月末時点においては、マイナス4、7%であったし(②事件の原審判決)、「株急落などにより、その連用がマイナスになっている保険会社が現れていたにもかかわらず、…Yや他の保険会社数社においては、そのころ、なお相当の運用利回りを確保していたこと……、「バブル経済」の破綻を予測することが必ずしも期待しえなかった当時の情勢」(①事件の原審判決)というように似ている点もあるが、原告の知識及び保険外務員の説明が異なっているといえる。即ち①事件では、保険外務員が変額保険の仕組みがかかれた「しおり」を交付し、更に変額保険には元本保証の制度が無いという点を説明していると事実認定しているのに対し、②事件では変額保険の仕組みについては説明したものの運用実績が9%を下回ることがないことを強調した行為は、変額保険の投資リスクを十分に説明したものとはいえず、保険契約者の自己責任を問うる状況ではなく、保険会社としての説明義務に違反し、また大蔵省通達で禁止されている「断定的判断の提供」にあたり、違法な勧誘行為であろう。従って個別の条件にはよっているが、原審が「変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべき」というように信義則上投資家が錯誤を生じさせないよう説明をする義務があるという点に注目すべきである。更に銀行の責任が介在しない①事件と、第一審でその責任を否定されたため、最高裁判決には登場しない保険料融資をした銀行の存在があった②事件との相違にも注意しなければならない。後ほど言及するが銀行の責任を肯定して注目された横浜銀行事件²⁸⁾からも読みとれるように、変額保険の保険料につき、これを銀行融資によって全額まかなう場合には、変額保険の解約返戻金が元本割れをしているときには自己資金による場合に比べて保険契約者の損害は多大

28) 横浜地判平8年9月4日『判例時報』1587号82頁。

なものとなり、いっそう事情が深刻化するからである²⁹⁾。なぜなら保険契約者は相続税納税に困って変額保険加入を考えたものであり、手元に処分可能な資金があるとは考えにくいからである。しかし②事件は、銀行の行員らが、銀行からの融資契約と一体となった変額保険への加入を積極的かつ執拗に勧誘したという前記横浜地裁判決とは勧誘の程度が異なるといえるため³⁰⁾、一概に比較は出来ない。

また①事件の第一審判決に対しては、こうした保険勧誘の際の説明義務とは別の角度から、説明義務違反を問題にする余地があったのではなからうかとも指摘されている³¹⁾。すなわち岡教授は、当事者間に保険契約に関して継続的な関係があり、変額保険契約締結後も通常の保険契約を結んでいるような場合には、契約締結後も状況の変化に対する説明義務が生ずると考えるべきではないかという。本件ではAは、本件変額保険契約締結後も毎月保険料の集金に訪れ、かつ保険の勧誘を続けて合計8口の成約を得ている。Yからは、毎年一回運用実績による解約返戻金等を記載したインフォメーションがXに送付され、それによると1991年11月には保険設計書の例表にも示されていないマイナスの運用実績(約458万余円の元本割れ)もまた示されている。つまりAも勧誘時には予測していなかった事態の展開に関しては、岡教授の指摘されるようにその後の状況の変化に関して顧客たるXに注意を促す信義則上の注意義務があるのではないか。Aとしては、遅くとも第一回目のインフォメーション送付時点でXに事態を説明すべきであったであろう。Xは銀行預金より多少有利な運用を望むが、いつでも解約できることが条件という事情をYが知っていたであろうからである。このように考えると、契約締結時に加えて契約締結後も説明義務違反を問題にできる余地がある。過失相殺はやむをえないとしても、Xの過失も相対的に低く評価できたように思われるというのである³²⁾。このような場合には、一つの保険契約自体継続的な契約関係であるから、契約締結後も保険会社に一定の事項についても説明するという「説明義務」を課すことができるのではなからうか。

29) 同様の指摘がある。山下武志「変額保険をめぐる最近の判例の動向」『リテールバンキング』1996年10月号4頁以下参照。

30) 山下丈・前掲判例評釈、116頁参照。

31) 岡孝「民法判例レビュー・契約」『判例タイムズ』871号33頁参照。

32) 岡・前掲論文、35頁。

ところが、本件(①事件)の原審判決では、「変額保険に加入したのちは、これを解約するか否かは、保険契約者が経済情勢や保険会社における資金の運用成績(解約返戻金の金額)、死亡保険金等に基づき、自らの判断において行うことができる」として、Xは、Yにおける「右運用成績を知らず、本件契約締結後2年数か月を経た後に自らの判断に基づき本件契約を解約している」として、同じ事情をXに不利に解釈している。そこで、この原審判決に反対する評者からは、厳しい批判が加えられていた³³⁾。すなわち、平成7年新保険業法299条のいわゆる保険仲立人のベスト・アドバイス義務を手がかりに、少なくとも投資商品性の明かである変額保険については、その勧誘につき、平成4年改正証券取引法54条にいう適合性原則が類推適用されるべきであるという。しかし本件原審では、そうした投資者保護の法理が適用されず、自己責任原則による態度を強調した判決と評されていたわけである。しかるに①事件において最高裁は、こうした批判を採用せず、原審の判断をそのまま是認したわけである。変額保険販売に関して適合性の原則が採用されないか否かに関しては後ほど³⁴⁾言及する。

これに対して、②事件の原審判決は「変額保険についても証券取引法でいう適合性の原則がそのまま適用されるべきかどうかはともかく」と断ったうえで、Xが本来変額保険が予定している投資リスクに耐えられる顧客層に属するかどうか疑問があったこと、さらにXは、銀行から融資を受けて変額保険に加入しようというものであり、利息の支払いについても追加融資を受け、Xの死亡時まで発生する借入金全部を死亡保険金で一括して弁済できるとの前提で本件変額保険加入を決断したものであり、Yは、この事実を知っていたのであるから、このような事実関係のもとにおいては、募集時に要請される一般的説明に加え信義則上、少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったと認定していた。そして最高裁第二小法廷はこれをそのまま是認している。

以上のように見てくると、本件最高裁の二判決及びそれらの原審には、それぞれの事案ごとの個別事情を超えて、「適合性の原則の適用」等についてその根本的な立場に違いがある。

33) 山下丈・前掲判例評釈、116頁参照。

34) 金融機関の説明義務の性質として、第4章で言及する。

最後に保険料の融資をした銀行の責任については、山下教授は、①事件の原審判決の評釈³⁵⁾のなかで「銀行と保険会社の関係及び銀行員の勧誘の程度により、融資取引自体についての説明義務の射程に変額保険に関する説明が含まれることも考えられる」と指摘されていた。この点に関しては第2節で検討する。

このような状況の中で本件の最高裁判決を検討することで約100件が係争中³⁶⁾といわれる変額保険裁判判決において、説明義務に関してその問題点が①その法的根拠、②説明義務の内容である点が明らかになったといえよう。

第2節 融資取引に関する銀行の説明義務

1、変額保険関連融資

続いて融資取引に際しての銀行の説明義務について検討するが、まず変額保険関連融資に関して銀行の説明義務に関して判例を検討することにする。

まず融資を行った銀行の背金を最初に認めた判決である大阪地判堺支部平7年9月8日³⁷⁾を検討する。この判決はその後控訴され、銀行の責任に関して「1審判決」が破棄されたが、その両者を検討することが銀行の変額保険融資に関する説明義務について肯定

35) 山下友信・『別冊ジュリスト・消費者判例百選』147頁参照。

36) 従前は変額保険をめぐる下級審判例は、初期には生命保険会社の責任を否定するものばかりであったが、年を追うごとに保険会社ばかりか融資銀行の責任を認めるものも出てきており、原告側の主張も、公序良俗違反、要素の錯誤による無効、詐欺による取消、債務不履行、不法行為等、多岐にわたるようになった。下級審判例の動向をめぐる文献も枚挙にいとまがないが、例えば、笹本幸伸「変額保険の勧誘時における説明義務——近時の裁判例の検討を中心として」『保険学難雑誌』554号35頁以下を指摘するにとどめる。

そのうち筆者が検討した判決は、本件も含め30件35判決（融資した銀行が訴訟当事者となっているものが21判決、そうでないものが14判決）である。このうち1997年8月10日までに保険会社や募集人などの責任を認める判決は16判決で、銀行の責任で認めるものは後述する判決である。

37) 『金融商事判例』978号35頁及び『金融法務事情』1432号35頁。

された事例及び否定された事例典型であると思われるからである。

事案の概要は以下の通りである³⁸⁾。X有限会社(原告)は、昭和63年頃からY₁銀行(被告)と取引関係があり、平成元年4月以降、Y₁銀行の支店長代理であるAがXを担当していた。平成元年6月頃、AはY₂保険会社(被告)の保険募集人Bと共にXの事務所を訪問し、BはXの代表者であるCに対し、変額保険は、インフレに対応した保険であること、万一死亡したときは最初の保険金額は保証されること、10年後に解約すれば、CやD(Xの従業員)の退職金位の利益が出ることなどを説明した。またBは途中解約の場合、運用がうまくいかなかった時は、元本割れが生じる可能性があることを一般論として説明したが、Cは株式等に対する投資を行った経験がなく、Bが変額保険に関する運用実績がどの程度の時にどの程度の利益や損失が出るか具体的な説明をせず、銀行融資の利息との関係も全く説明しなかった。従って中途解約の場合、解約返戻金が元本を割る可能性があることを具体的に認識できず、変額保険では利益が上がるだけで損失は生じないとの誤解をすることになった。その後同年7月17日、CはX名義で、Y₂の変額保険2口(被保険者Cのものと被保険者Dのもの)に加入し、保険料合計2075万6980円をY₁から全額借り入れ、一括して支払った。この債務については、XからE(保証会社)への保証委託により、Eが保証し、XはEの求償権の担保のために、右二口の変額保険の保険金、解約返戻金等の各請求権の上に質権を設定した。なお、Cは本件変額保険の解約返戻金を主としてC、Dの退職金として使うつもりでいた。本件変額保険加入一年後、Cは、コンピューター付織機を買うため、Aに本件変額保険の解約を申し入れたところ、Aから連絡を受けたBから電話があり、解約返戻金が保険料元本を割り込んでいることが判明し、CとY₂、Y₁との間で紛争になった。その後平成5年9月14日Xは、Y₂に対し、本件変額保険の解約手続きをとり、解約返戻金1593万5413円と自己資金482万1567円をもってY₁からの借入金2075万6980円を弁済した。そこで、Xは①Bは解約返戻金が元本割れの可能性のあるリスクの高い商品であることを説明しなかった、②銀行が融資契約をする場合は、借入側が過大なリスクを負担することがないように審査し、借入側の安全を確保する義務があり、この義務は銀行から融資対象案件を借入側に持ち込み、その融資対象案件を融資契約と一体で勧誘する場合には、より重いものにな

38) 『金融商事判例』978号35頁参照。

り、銀行は融資対象案件の安全性をより厳密に調査し、借入側に取りのりリスクに関して正確な情報・知識を与えた上で、冷静で合理的な判断ができる機会を与えなければならないのに、Aの説明は不十分で、誤った情報を伝えたと主張し、B・A両者の説明義務違反は共同不法行為に該当するから、使用者であるY₂とY₁は、変額保険の解約返戻金の元本割れ、および銀行への利息の支払いにより生じた損害につき賠償する義務があるとして、訴訟を提起した（予備的に、契約締結上の過失も主張している）。

以上の事実概要に対して大阪地裁堺支部は、①保険会社の責任に関し、Bは「変額保険の内容、特にXが投資リスクを負担し、解約返戻金が元本割れしうることを、資料等も用い事例を示しながら、どうした場合にどの程度元本割れの損失が出るかを、銀行利息との関係も含めて具体的に説明した上、Cに質問を促し、最終的にはCに元本割れの損失を具体的に認識できたか、誤解がないかを確認する義務までであった」と認め、Bはこの義務を怠ったと判断した。また②銀行の責任に関し、銀行が顧客に保険の説明をする義務は原則としてないが、保険勧誘への銀行の関係の仕方等によっては、特段の事情のある場合、銀行にも保険の説明ないしそれに類似した行為をとる義務が生じうるとするのが信義則にかなうとし、「Aは、Xの取引銀行であるY₁のX担当者であり、そのAが持ち込み、保険契約を勧めたことも動機となり、Cが本件変額保険に加入したのであり、前後の状況からして、Aには右動機を容易に認識できたと推測される」とした。その上で「本件変額保険に対するAの深い関与の他、XとY₁の関係、Cの本件変額保険加入動機とその認識可能性からすると、本件は特段の事情が認められる場合であり、AにはY₁の一員として変額保険の内容について積極的な説明をする義務はないものの、少なくともBの説明によって、Cが変額保険の内容について誤解している時は、誤解を解くための説明を自らするか、Bに再度の正確な説明を促すべきであるという消極的な説明義務が生じるというべきであり」このような消極的な義務は変額保険の加入を必ずしも促すとはいえないから、生命保険募集人等以外の保険勧誘を禁じた保険募集の取締に関する法律9条の趣言に反しない、と判示し、Y₂とY₁の共同不法行為を肯定した。なおCも本件パンフレットを子細に検討し、理解できないところはBに質問すれば解約返戻金が元本割れしうることを具体的に認識でき、どうした場合にどの程度の損害になるかも認識することが可能だったとして、過失相殺5割とした。損害としては、本件保険料と解約返戻金との差額金482万1576円、Y₁への支払利息605万4666円収入印紙代2万円の合計の2分の1である544万6017円に、弁護士費用55万円を加えた599万6017円を認容した。

以上が本件の実事概要及び判旨であるが、注目すべき点は銀行に対しても変額保険に関する「消極的説明義務」を認めている点である。判旨によると消極的説明義務とは、「少なくともBの説明によって、Cが変額保険の内容について誤解している時は、誤解を解くための説明を自らするか、Bに再度の正確な説明を促すべきであるという」という義務であるとしている。この点に関しては、松本教授によると³⁹⁾「消極的説明義務とは、不作為の違法性論において論じられている先行行為に基づく作為義務の一種」であるとその存在を肯定する見解もあるが、否定する見解も強い。この消極的説明義務はしかし、以下のように控訴審で否定された⁴⁰⁾。控訴審は以下のように判断した。「保険募集人は、被控訴会社代表者に対し、変額保険は株式・債券で運用するものであるから、運用実績により、解約返戻金の額にも変動があり、場合によっては払込保険料よりも減ることがある等、変額保険の内容や仕組み及び危険性を説明し、控訴人保険会社発行のパンフレットを交付したこと、右パンフレットには変額保険の内容、仕組み、危険性等の記載がされていたこと、代表者は、昭和25年生、工業高校卒、昭和62年会社設立、銀行取引経験あり、株式投資経験なしなどの属性を有していると認定し、保険募集人は、代表者の属性に応じて、変額保険の内容や基本的仕組み及び危険性を理解し認識するのに必要な程度の説明をしたものであり、かつ、代表者もこれを理解し認識し得た」と判示し、保険会社の説明義務違反を否定した。また同判決は銀行員の消極的説明義務に関しても「銀行員は、顧客サービスの一環として、代表者に対し、変額保険の話をして、保険募集人を紹介し、控訴人銀行において一時払保険料を被控訴人に融資したものであるが、保険契約と融資契約とは法律上別個のものである上、控訴人銀行が変額保険募集の資格を有していたとは認め難いから、銀行員には顧客である代表者に対して変額保険の説明義務があったということではできず、かつ、銀行員と保険募集人及び代表者の関係や銀行員の本件変額保険への関与の程度等を考慮すれば、銀行員（及び控訴人銀行）には、被控訴人が主張するような義務—融資契約をする場合、借入側が過大なリスクを負担することがないよう審査し、借入側の安全を確保する義務—があり、かつ、これに違反したものであるということではできないと判示し、銀行の責任を否定した。

39) 松本恒雄「金融機関の紹介責任」『金融法務事情』1458号41頁以下参照。

40) 大阪高判平8年12月5日『金融商事判例』1010号29頁。

このように、原審では変額保険の勧誘時に保険会社及び銀行の双方に対し説明義務を求めたが、控訴審判決では「顧客の属性に応じ当該金融商品の危険性を理解し認識するのに必要な程度の説明がなされたか否かの観点から判断されるべきで、特段の事情のない限り、それ以上に詳細に危険性について説明する義務までは負わない」とし、第1審で判示された「変額保険の内容、特にXが投資リスクを負担し、解約返戻金が元本割れしうることを、資料等も用い事例を示しながら、どういう場合にどの程度元本割れの損失が出るかを、銀行利息との関係も含めて具体的に説明した上、Cに質問を促し、最終的にはCに元本割れの損失を具体的に認識できたか、誤解がないかを確認する」説明義務を否定した。

また、銀行員の説明義務に関しても、原審では勧誘への関わり方によっては顧客の誤解を解くための説明もしくは、保険募集人に再説明させるといった消極的な説明義務があるとしたが、控訴審判決では、勧誘時の関わり方についても「銀行員としての顧客サービスの一環」に過ぎないとし、変額保険の募集資格がない以上変額保険の説明義務はないとして、原審の消極的説明義務の存在も否定した。

また銀行員の説明義務の内容に関しては、後藤助教授によると⁴¹⁾「説明義務の程度—相手方の具体的理解に関して保険会社の責任を肯定するに際し、本判決は、変額保険の元本割れの危険性に関する相手方の具体的理解を問題としている。このような相手方の具体的理解を基準とする説明義務については、ワラント訴訟の裁判例などではすでに見られるところである。」としている。また説明義務の核心についてはフランスの立場から、「このような説明義務の捉え方が、変額保険訴訟でも認められることを示したものである。わが国ではあまり論じられていないが、十分な説明に基づいて契約締結を決定したのだから、契約上の拘束を受けてもやむを得ないといえるだけの説明をなさなかったことが、説明義務違反の核心と見るべきであり、この意味で、説明義務が尽くされたかどうかは、相手方の具体的な理解を基準として判断されるべきである。また、説明義務は、説明を相手方に理解させるように努める義務を含むと解すべきである。この方面に関する議論が盛んなフランスでは、情報提供義務は、情報を相手方に理解させる義務を含み、この義務は手段債

41) 後藤助教授は、本件判例評釈の中で、相手方の具体的理解を基準とすべきであると述べている。後藤巻則「変額保険の勧誘と保険会社・銀行の説明義務」『ジュリスト』1087号142頁以下参照。

務であるとされている。この点に関する本判決の判断は、正当なものと思われる。」としている。

以上の検討から変額保険に関する銀行の責任が認められた事例を検討すると、銀行員が変額保険の加入を積極的かつ執拗に勧誘するなどの事情があった場合に、銀行の不法行為が認められる場合が多いが⁴²⁾、具体的に説明義務の内容を規定し、説明義務違反が不法行為となると判示しているのは、大阪地判堺支部平7年9月8日判決のみである。その点で本判決は注目されるべきである。消極的説明義務に関しては第4章で「金融機関の説明義務」として全体的に検討する。

2、一般的融資取引

続いてその他の融資契約一般に関して銀行の説明義務を考えていく。まず次の裁判例が参考になる。ハイリスク・ハイリターンの高危険性の高い商品特性を十分に説明して、自己責任の前提となる顧客の理解を得るべき点で変額保険訴訟と同じ性質を持つからである。すなわち外国為替に関する知識・経験がない顧客にインパクトローンの利用を勧め、実行したところ、その後の円の大暴落によって、顧客に不測の為替差損が生じたという場合に、銀行はインパクトローンの仕組み、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が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して、債務不履行責任による差損分の損害賠償を命じた判決⁴³⁾がある。学説にも、元本が保証されない点、及び融資の複合的な商品である点に関する説明義務という点で、変額保険融資判決と共通の問題性があるという指摘がある⁴⁴⁾。

この点で近時「銀行との間で金融派生商品であるスワップ取引をした顧客に対する銀行

42) 小沢・平澤・松本・峯崎「(座談会)変額保険銀行敗訴判決を論ず」『金融法務事情』1465号40頁以下参照。現在まで(1997年8月)銀行が責任追及された判決は4件存するが、例えば前述の北陸銀行事件(富山地判平8年6月19日)は、「銀行の支店長の勧誘行為は募取法違反であるから、即民事上の違法性ありとなり、不法行為が成立する」としている。

43) 大阪地判昭和62年2月29日『判例時報』1238号105頁。

44) 松本恒雄「与信取引と貸主責任」『法学セミナー』465号92頁、同「消費者に対する信用供与と金融機関の責任」『金融法研究』10号62頁参照。

の説明義務」に関して高裁判決が出されたのでそれを詳しく検討していきたい。説明義務及び本稿で問題として検討したい銀行取引における「適合性の原則」について言及している判決であるからである。事実概要は以下の通りである⁴⁵⁾。

不動産賃貸業を営むXは、Y銀行などから10億円の借入れをし、変動金利の上昇と家賃収入の減少により、右金利負担を軽減するため、Yの支店長代理Aから、為替相場の変動を利用したデリバティブの一つであるスワップ取引による金融派生商品の紹介を受け、円安期待型の「豪ドル/円コンビネーションローン」の契約を締結した。右ローンは、Xが円建て・固定金利でユーロ円を借り入れ、半年毎に借入金利を円で決済し、同時に豪ドル建て金利と円建て金利を交換することにより、円安となれば金利の負担を軽減することができる商品であるが、反面、豪ドルと円の為替レートが1豪ドル103円64銭より円高となると、Xの実質金利は右固定金利より高くなる危険がある。ところが、その後円高が進行したため、Xは、固定金利を超える金利支払を余儀なくされた。Xは、Yは右スワップ取引の危険性について説明する義務があるのに、これを怠り、その内容及び危険性を理解しないままスワップ取引を行い、損害を被ったとして、損害賠償を求めた。

第一審は、「Yは本件のようなスワップ取引をするにあたっては、商品の概要及び危険性について、Xがそれを導入するかどうかを判断するに必要な説明をすべき義務があるが、Aは契約締結に際し、Xに対し、右取引が豪ドルと円のスワップを内容とし、為替相場の変動によりXの負担する実質金利が変化することを具体的数字を記載した書面等を示して説明し、Xの国内金利と比較するにはどこをみればよいのかという質問に対しても右書面に基づき口頭で説明しており、Xは確認書に捺印しYにこれを提出しているから、説明義務違反はない」として、Xの請求を棄却した。

この中で説明義務について更に詳しく検討すると、判旨は以下のように述べている。「顧客が、銀行との間で借入れ等の金融取引を行うことは、そのリスクの大小を問わず本来自由であり、他方、とりわけ本件商品のように為替相場の変動を利用する商品について銀行が顧客に提供しうる情報も、商品の基本的内容以外のものである場合には、不確定な要素を多分に含んだ予測や見通しという不確実なものにすぎないのが通常であるから、取引を行う顧客としては、自らの責任において、当該取引により自己が受ける利益、

45) 仙台高裁平9年2月28日『金融・商事判例』1021号20頁。

自己が負うことになる危険、及び危険の程度を判断して、当該契約を締結するか否かを判断すべきものである（自己責任の原則）。しかしながら、顧客に当該商品の危険性を確認する機会が与えられていない場合には、顧客が当該契約を締結することの適否を独力で判断することは不可能もしくは極めて困難であるから、当該商品の危険性の程度によっては、顧客に予期しえない過大な損失を生じることがある。他方、取引の相手方である銀行は、当該商品について豊富な情報と経験を有し、顧客に対し、契約締結に当たって、当該商品の基本的な仕組みと危険性について説明することが可能なはずである。このような場合に、自己責任の原則は、銀行が顧客に対し、顧客が当該契約を締結することの適否を判断するに当たり必要不可欠な事項を説明して初めて妥当するものといわなければならない。したがって、銀行が、顧客に対し、取引に伴う危険性が大きい金融商品を提供する場合には、当該商品の危険性の周知性が高い場合又は当該顧客が当該商品に精通している場合を除いて、顧客が、銀行との間で、当該商品につき契約を締結するか否かを判断するに当たって、必要不可欠な当該商品の概要及び当該取引に伴う危険性を説明する信義則（民法1条2項）上の義務があるものと解するのが相当である。そして、顧客が、銀行との間で、当該商品につき契約を締結するか否かを判断するに当たって必要不可欠な当該商品の概要及び当該取引に伴う危険性の内容、つまり右の説明義務の範囲及び程度は、当該商品の危険性の周知性の程度、当該事案における顧客の当該商品に対する適合性（顧客の経営状況及び意向、理解力、判断力等）によって定まるもので、右説明義務違反の有無は、銀行が顧客に対してなした説明の内容、その他当該取引の具体的状況を総合考慮して判断すべきであり、銀行において右説明義務を怠ったため、顧客に予期しえない危険を負担させ、現に顧客に右の危険から損害が生じた場合には、銀行は、顧客に対し、右説明義務違反として不法行為に基づく損害賠償責任を負うことになるものと解すべきである。これに対し、被告は、被告に説明義務を課す法律上の規定のないこと及び、本件契約が事業資金の融資契約であり、契約内容の検討は企業である原告の自己責任であることを理由に、原告に対し融資契約の内容について説明する義務がないと主張する。しかし、右のとおり、右説明義務は契約上の信義則に根拠を置くものであるから⁴⁶⁾、法律上の規定がないことを理由とする被告の主張は理由がない。また、企業であれば、銀行による説明がなくとも当該商品の危険性を当

46) いずれも下線部は筆者の判断による。

然知り又は知りうべきであったと認められる場合はともかく、顧客が企業であり当該取引が事業資金の融資であることをもって、直ちに銀行に説明義務がないということではできず、右の事情は、説明義務の内容又は程度を左右する当該取引の具体的状況の一つとして考慮されるべき事項であるというべきである。

・・・(中略)。しかし、以上認定の事実関係によれば、訴外Aは原告代表者に対し、本件商品は為替相場の推移によっては実質金利上昇する危険性があること、豪ドルと円の交換レートがいくらになれば顧客の負担する金利がいくらになるのかについて、原告代表者が具体的に理解することが可能な程度の説明がされていたものというべきであり、また、先物予約をすることによって為替リスクを回避する方法があることについても、一応の説明がされていたものというべきであり、原告代表者としては、訴外Aの説明により本件契約の危険性は認識しえた以上、その危険性が現実のものとなることを回避するための方法についての説明が理解できなければ、Aあるいは他の被告従業員に対して更に説明を求めべきであったから、原告に対する説明義務違反が成立するとはいえない。したがって、被告が原告に対し本件契約について説明義務を負っていた事項についてAが行った説明は、被告の原告に対する説明義務に違反するものとまではいえない。」として原告の訴えを棄却した。

Xは控訴し、控訴審⁴⁷⁾において、YのXに対する本件スワップ取引勧誘行為自体違法である等の主張を追加して、Xは控訴審において以下のような主張をした。

すなわち「・・・前略。(1) 適合性の原則違反

一般に、業者が顧客にある取引を勧誘する際には、顧客の意向と実情に応じた取引を勧めなければならないことは当然であり、特に金融・証券取引のように専門性及び危険性が高い取引については、適切な勧誘をすべき義務は、信義則上認められるべき法的義務と捉えられるべきものである。⁴⁸⁾したがって、本件のような銀行取引の場合に、銀行が顧客の意向と実情に適合しない取引であることを知りながら、あえてこれを勧めた場合には、その勧誘行為は、それ自体が違法性を帯び、銀行は、その取引によって顧客に生じた損害を賠償すべき義務がある。説明義務の前提となる自己責任の原則は、顧客が自己の意思と実

47) 大阪高判平8年12月5日『金融・商事判例』1010号29頁。

48) 下線部は筆者の判断による。

情に適合した取引であることを理解し、真に同意してこれを行ったと認められる場合に初めて妥当するものであり、その大前提として、取引勧誘行為自体が適法か否かという適合性の原則が問題とされるべきである。

顧客としての控訴人の実情は、次のようなものであった。控訴人は、前記のとおり規模の会社であり、控訴人代表者の個人商店にすぎず、財務関係の組織もなく、リスク管理能力は皆無であった。控訴人は、前記のとおり被控訴人から勧められたビルを購入するため、被控訴人と訴外B銀行から各5億円という代金全額の融資を受けたが、当時、既に営業上の赤字が続き、ビル購入直後は家賃収入をもって何とか利息の支払をしたものの、その家賃収入も次第に減少し、支払金利は、上昇するという状態のときに本件商品を勧誘されたのである。したがって、当時の控訴人には、本件商品のリスクに耐えられるほどの十分な支払能力はなかった。また、控訴人は、それまで為替取引や商品先物取引などの経験がなく、投機目的の株式取引も行ったことはない。したがって、本件商品のように実質的に為替投機に当たるような複雑な取引を理解することは到底できない。

本件商品の契約は、金利の負担を軽減することを目的として行われたものであり、控訴人には投機目的などは微塵もなかった。したがって、本件商品は、当時の控訴人の意図と実情に適合していなかったことが明らかであり、このような控訴人に対し、安易に本件商品を勧めた被控訴人の行為は、それ自体が違法性を帯びるから、被控訴人は、本件商品によって控訴人が被った損害を賠償すべき義務がある。

3、説明義務違反・説明義務の一般的範囲に関する原判決の判断については、控訴人にも特に異論はない。しかしながら、具体的な説明義務の内容とその違反の有無に関する判断は、納得できるものではない。

まず、本件商品の構造については、単に実質金利が為替レートに連動することを説明するだけでは足りず、実質金利が為替レートに連動する仕組みを具体的に説明すべきである。顧客としては、この点を理解して初めて本件商品を行うか否かについて十分な検討ないし判断ができることになるのである。また、豪ドルと円との為替レートが幾らになれば実質金利が幾らになるのかについては、具体的にシミュレーションの形で、しかも結論だけではなく、前提から帰結が導き出される基本的な過程が被控訴人から説明されるべきであり、その場合、為替レートがどの程度変動すれば顧客の利益若しくは損失がどの程度変動するのかについて、控訴人に具体的な認識が得られなければならない。その上で、本件商品のような危険性が高い取引については、危険回避の手段の情報が不可欠であり、被控訴人は、

本件商品において危険回避の手段である先物予約による実質金利の固定化について、具体的な内容、その効果、効用等について説明すべき義務を負う。

被控訴人においては、為替取引やデリバティブ取引について精通した者を担当させ、その者により、書面及び口頭で、右の内容について顧客が十分に理解し、同意したかを確認しながら説明すべきものである。

被控訴人は、当時、為替取引やデリバティブ取引について十分に理解してはいなかった訴外Aをして、極めて不十分な内容を、不十分な方法で控訴人代表者に説明したにすぎず、しかも控訴人代表者の理解も取引意思の確認も十分ではないままで、本件商品に関する合意をさせたものであり、説明義務を果たしたものと到底いえない。

4、アフターケア義務

継続的な金融取引において、業者には、顧客のニーズにこたえ、少なくとも顧客に損失が生じないように、あるいは損失が生じたときはこれを最小限に食い止める措置を講ずべき義務があるのは、信義則上当然である⁴⁹⁾。したがって、業者は、顧客が損失を被り、あるいは損失を被ろうとしている際には、顧客からの要請がなくても、自らそれについて顧客に報告し、損失の回避又は抑制などの手段について説明をし、かつ、推奨すべき義務があり、これは、信義則上認められるべき法的義務である。本件商品における危険回避の手段は、実質金利を固定するための為替先物予約である。しかしながら、被控訴人は、契約当初はもちろん、その後に至っても、先物予約を控訴人に勧めていない。」と主張して控訴したものである。

本判決は、以下のようにXの主張する右義務もYの説明義務に帰着するとしたうえ、原審同様Yの説明義務違反はないと判示して、Xの控訴を棄却した。

「銀行との取引において、控訴人が主張する原則とその違反については、顧客の経済状態、社会的経験、知識や知能の程度、その他様々な状態によって、本件商品のような金融商品を勧誘すること自体が信義則上許される範囲を超えていると判断すべき場合が一般的に全く存在しないと言い切ることは困難である。しかしながら、本件商品が原判決認定のとりの危険性を有するものであるとしても、少なくとも、長年不動産賃貸を業とし、本件契約の前年に被控訴人のみならず他の銀行からも5億円(合計10億円)の融資を受

49) 下線部は筆者の判断による。

け、それまでも銀行取引を続けていたという株式会社である控訴人に対し、これを勧誘すること自体が信義則上許されないものということではできない。本件においては、被控訴人がいう「適合性」が問題になるとしても、これは、原判決の認定判断のとおり、銀行である被控訴人が負うべき説明義務の範囲及び程度を定めるための一つの要素となるにすぎないといわざるを得ず、したがって、この点において控訴人の右主張は採用することができない・・・中略。（判決は控訴人のように事実認定をした上で）被控訴人は、前記の程度に経済取引の経験を有する控訴人において理解が可能な程度に、前掲の諸点について、十分な説明をしたものということができ、被控訴人において要求されるべき説明義務を果たしたものと解するのが相当である。そして、被控訴人の右説明に対し、当時、控訴人がそれを明らかに理解していないとか誤解をしているといった状況にあったことを認めることはできないから、被控訴人にはこれ以上の確認や念押しまでもすべき法的義務はない（銀行のサービス上の心構えとしてどこまでするのがよかったかは別問題である。）

3アフターケア義務について・・・控訴人が主張するような措置を商人である銀行が講ずることは、顧客サービスとして望ましいとはいえるとしても、前記のとおり、被控訴人は、危険回避の方法についてあらかじめ説明しているのであるから、控訴人からの相談や働き掛け等が全くなくても、被控訴人側からこれを講ずべき法的義務があるとまでいうことは困難である。」と判示して控訴人の控訴を棄却した。

この事件で注目されるべきは、判決の中で否定されたが、原告が行った主張である。すなわち①銀行取引に対する適合性の原則の適用、②信義則上銀行は説明義務を負っている、③アフターケア義務の3点である。まず第1点に関してであるが、判旨は「銀行との取引において、控訴人が主張する原則とその違反については、顧客の経済状態、社会的経験、知識や知能の程度、その他様々な状態によって、本件商品のような金融商品を勧誘すること自体が信義則上許される範囲を超えていると判断すべき場合が一般的に全く存在しないと言い切ることは困難である。」として、積極的には適合性の原則の適用を肯定してはいないが、その可能性を否定しているわけではない。ただ注意すべきは、「被控訴人がいう「適合性」が問題になるとしても、これは、原判決の認定判断のとおり、銀行である被控訴人が負うべき説明義務の範囲及び程度を定めるための一つの要素となるにすぎないといわざるを得ず」としている点である。つまり適合性の原則は、説明義務の範囲及び程度を定めるための一つの要素にはなるという点である。

続いて第2点の「銀行の説明義務」に関してであるが、判決はこれについては説明義務

の存在は認めているが、本件事実に基づいては、その義務違反は認められないとしている。そのほかに注目すべき点は、相手方が誤解をしていると考えられる場合に念を押す義務：消極的義務があるか否かである。この点については、「被控訴人がその義務を果たしたもののといえ、被控訴人の右説明に対し、当時、控訴人がそれを明らかに理解していないとか誤解をしているといった状況にあったことを認めることはできないから、被控訴人にはこれ以上の確認や念押しまでもすべき法的義務はない。」として、変額保険判決の中で検討した消極的義務に関して否定したようにも見える。しかし変額保険訴訟で問題となった事例においては、銀行員が変額保険に対する顧客の誤解を認識していた場合に、保険商品の募集に関して資格のない銀行員がその誤解を解くために念押しをする義務があるか否かが議論になったわけであり、本件では控訴人が当該スワップ取引について明らかに誤解していたと認めるべき状況にないし、その上本件は銀行の商品であるスワップ取引に関する問題であるので、単純に本件で消極的義務を否定していると考えるのは妥当ではなく、本件では単純に念を押す義務というように考えるべきである。

第3点のアフターケア義務に関しては、判旨は「顧客サービスとして望ましいとはいえるとしても、前記のとおり、被控訴人は、危険回避の方法についてあらかじめ説明しているのであるから、控訴人からの相談や働き掛け等が全くなくとも、被控訴人側からこれを講ずべき法的義務があるとまでいうことは困難である。」としてこれを否定している。しかし利息を支払い続ける継続的な取引において、問題となった取引の後でもなお当該金融機関と取引を継続している場合に、金融機関の担当者が損失が生じかつ拡大しつつあることを知りながら放置しておいてよいものであろうか。少なくともそのことを認識している場合には、顧客にその事実を伝えることは無理か否か疑問が残る。

この判決だけでなく、一般に為替相場の変動を利用するスワップ、オプション、先物等のデリバティブ（金融派生商品）取引は、金融機関自らが利用することが多かったが、最近では、金融機関と取引先企業との取引が活発となっている。デリバティブ取引は、リスクが大きく、顧客にとってなじみが浅い特殊な金融商品であるため、これにより顧客が損害を被った場合、特に金融機関の説明義務が問題となる⁵⁰⁾。通常の金銭消費貸借に比べ顧客

50) デリバティブ取引の種類に応じて、説明義務の内容が異なる。矢部和紀「デリバティブ取引の説明義務」松本恒雄監修『銀行取引と説明義務』170頁以下参照。

が被る予期せぬリスクが大きいからである。一般に、ハイリスク・ハイリターン性格をもつ商品の投資勧誘に際しては、顧客の自己責任の前提として、勧誘者の説明義務が要求されるが、その内容は、学説によると商品の内容及び危険性について、顧客が適切に理解することができる程度に具体的に説明すべき義務と説かれる⁵¹⁾。本件のような為替変動により損害を被る危険性のある金融商品に関する裁判例には、使途制限のない外貨貸付であるインパクト・ローンにつき、銀行の責任を認めたもの⁵²⁾、インパクトローンとドル先物売買予約を組合わせた金融商品につき、不動産業を営み、多くの金融取引の経験をもつ顧客は、自らの判断と責任で行い、銀行の説明義務違反はないとしたもの⁵³⁾、平素財テクを行い投資に関心がある顧客がスワップ取引により損害を被った事案につき、銀行の不法行為責任を否定したもの⁵⁴⁾がある。またその他の融資取引に関連した事例も検討すると、普通預金、当座預金から定期預金への振替え、設定により普通預金・当座預金の残高がマイナスになり、いわゆる逆ザヤが発生したために、預金者がオーバーローンが解消されるまでの間の利率の差による損害を被った場合につき、逆ザヤが発生することを十分に説明しなかったとして、信用金庫の不法行為責任を認めた判決がある⁵⁵⁾。

更にいわゆる原野商法において、販売業者と提携して購入資金の融資を行った銀行に不法行為責任を課した判決がある⁵⁶⁾。これは、土地の造成工事に着手した不動産業者が工事の途中で倒産したため、当初から造成費用の融資をするなどの関与をしていた銀行が、販売業者と提携してこの土地を不当に高値に評価して担保として取得し、土地購入着に購入資金を融資したという事件である。この事件に関し後藤助教授は、「ここにおける提携ローンは、実質的には、自己の債権を回収することができなくなった銀行が、その損害を土地の購入者に転嫁しようとしたものであり、この点で、本件は銀行の不法行為責任を比較

51) 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7頁以下。

52) 大阪地判昭和62年1月29日『金融・商事判例』765号19頁。

53) 東京地判平4年6月26日『金融・商事判例』903号18頁。

54) 東京地判平7年11月6日『金融法務事情』1455号49頁。

55) 東京地判平4年11月4日『金融法務事情』1358号60頁。

56) 名古屋地判平6年9月2日『判例タイムズ』881号196頁。

的認めやすかった事件である、と評価している⁵⁷⁾。

このように今後金融ビッグバンの進展に伴い、銀行業務が拡大することが予想されるが、それに伴い銀行の説明義務の範囲が拡大することも予想される。金融機関の金融取引は、その高度な技術性の故に、その種類を問わず、程度の差こそあれ、基本的に取引内容についての説明が必要である⁵⁸⁾。その説明義務の内容についても、第4章で検討する。

第3節 有価証券販売に際しての証券会社の説明義務

1、株式販売時における情報提供と不法行為責任

昭和50年代後半から60年代にかけて、それまでは機関投資家やいわゆる玄人投資家を中心であった証券市場に、多数の一般大衆投資家が利鞘稼ぎを目的にして証券市場に参加し始めた。しかしそのような投資家は、株式市場を中心とする証券市場においては自己責任が原則とはいえ、一般に証券投資に関する知識が乏しいため投資をするためには何らかの情報提供が必要であった。そのような状況では、個人投資家と比べて圧倒的に情報量で優位に立つ証券会社からの情報提供が、個人投資家の投資決定に際して重要な意味を持つこととなる。またもし仮に証券投資において損失が生じた場合には、個人投資家に対するダメージの方が機関投資家の場合と比較しても遥かに重大なことがしばしばである。その点を鑑みれば、通常の機関投資家に対する証券会社の情報提供と比べ、個人投資家に対する証券会社による情報提供の際の注意義務は加重されるべきである。

しかしながら資本市場における有価証券の取次を業とする問屋たる証券会社の側には、特に実際に顧客と接するであろう外務員には、この点に関する十分な認識を持たないものが少なくない。そこで株式相場の下落と相俟って、顧客たる個人投資家と証券会社の間の紛争が、いわゆるバブルの崩壊以来急増している。そこで本稿では、証券会社の投資仲介者たる責任を検討するために、特に個人投資家と証券会社の間の情報提供に関する法的紛争を具体的に検討することから始めたい。なぜなら従前は、商品先物取引に関する外務員の勧誘行為が不法行為にあたるか否か問題となった事例は多かったが、近年株式の下落に

57) 後藤巻則「判例批評」『金融・商事判例』969号42頁。

58) 川村正幸「銀行の業務拡大と金融商品説明義務」『一橋論叢』第118巻1号1頁以下参照。川村教授も同様のことを述べておられる。

併い証券取引に関する紛争が多くなってきたからである。そこで本稿ではまず顧客と証券会社間の株式取引に関する紛争を検討することにより証券会社の責任内容を検討していく。

まず第一に証券会社の従業員である外務員が、株価が上昇するという断定的判断を提供して株式の購入を勧めたことが不法行為に該当するか否かが争われた事件⁵⁹⁾において、原告Xは被告Y₁の従業員で外務員でもあるY₂から「訴外A会社の株式が近く店頭取引から東証二部に上場するが、1000株で100万以上儲かる」という断定的判断を示されてA社の株式購入を勧められた。その後Xは、Y₂の勧めに従いA社の株式を購入した。しかしその後A社は、東証二部に上場されたが、株価は、一時上昇したがその後下落した。そこでXは、Y₂に違法な勧誘行為があったとして不法行為による損害賠償を請求した。以上が本件の事実概要であるが、この事件に関して東京地裁は、当該勧誘行為が不法行為となるか否かは、証券取引法が禁止する不当勧誘行為(証券取引法50条1項)にあたるか否かにとどまらず、広く社会通念上外務員に許された勧誘行為を逸脱しているか否かを具体的に判断して不法行為の成立を判断すべきと判示した。

この点について証券取引法50条1号は、有価証券の価格が騰貴する、または下落するなどの断定的判断を提供して勧誘する行為を「不当勧誘行為」として禁止している。この禁止規定は投資家の保護のための行政取締規定である。ここで問題となるのは、行政取締法規違反が直ちに民法709条の不法行為の「違法性」の要件に該当するか否かである。すなわち民法上の相関関係理論によれば、行為の違法性の判断に関しては、被侵害利益の種類と侵害行為の態様を相関的に考慮して決すべきとしているが、その中で取締法規違反も刑罰法規違反や公序良俗違反と並んで侵害行為の態様をなす、とされている⁶⁰⁾。しかし取締法規違反の行為は、必ずしも違法とはならない、とする批判も強い。そこでこの点につき学説及び判例によると、例えば商品取引員の不当勧誘行為を禁止した商品取引所法94条違反の行為による不法行為責任が争われた事例では、取締法規違反の一事をもって違法性を肯定するのではなく、外務員の一連の行為が社会通念上許容しうる域を超えたこと

59) 東京地判平5年5月25日『判例タイムズ』851号265頁。

60) 加藤一郎『不法行為・増補版』(1985年)132頁以下

により違法性を肯定している⁶¹⁾。近年では、外国人女性が商品取引会社の従業員からの違法な勧誘行為により金先物取引において損失を被った事件につき、全体として社会通念上許容される限度を超えたとし、不法行為の成立を肯定している⁶²⁾。学説もこの点について基本的には賛成し、河本教授は具体的には、「顧客の投資経験や財政基盤に照らし判断する。」としている⁶³⁾。

そもそも法律等の規制による不当勧誘により不利益を被った顧客の救済は、歴史的にはまず規制違反の勧誘により締結された契約の効力を否定することにより図られたが、その方法による救済には限界があった⁶⁴⁾。そこで契約自体は有効としつつ不当勧誘により不法行為が成立すると構成し⁶⁵⁾、顧客から証券会社へ損害賠償を求める方法が昭和43年の判決⁶⁶⁾以降登場した。この判決は、原告は、商品先物取引の顧客であり、被告は商品先物取引市場の会員である取引業者であった。顧客が商品の先物取引で損失を被ったが、その取引を勧誘する際に業者である被告は、損失のリスクをよく説明しなかったとして不法行為により損害賠償を請求したのが、本件である。これに対し、裁判所は不法行為の成立を認め次のように判示した⁶⁷⁾。「商品取引所法等の各規定は、行政的取締法規であるが、その目的は商品売買に不慣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、不測の損害を被ることを防止し、個人の利益を保護することにあると解すべきである。従ってこれらの法規に違反する行為があり、これによって他人に損害を生ぜしめた場合に

61) 吉川純「証券業者の不法行為責任」『裁判実務体系16』(昭和62年)402頁以下参照。

62) 東京地判平5年8月31日『金融商事判例』942号29頁。

63) 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』(昭和59年)488頁。

64) 清水俊彦「投資勧誘と不法行為」『判例タイムズ』853号24頁以下。

65) この場合勧誘した外務員自身に対してまたは証券会社に対して民法709条により不法行為責任を追及するものと、当該外務員が勤務していた証券会社に民法715条により使用者責任を追及するものの二種類の法的構成が存在した。

66) 京都地判昭和43年11月26日『判例タイムズ』234号206頁。

67) 京都地判昭和43年1月26日『判例タイムズ』234号206頁以下参照。

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、原告に不法行為による損害賠償請求が認容された事件であったが、この判決が出された当時はこの判決に対して次のような批判がなされた⁶⁸⁾。すなわち①契約が有効に成立している以上不法行為の成立は考えられない。不法行為となる違法な勧誘により有効な契約が成立するのは矛盾である、②違法勧誘による取引利益が生じることがあることを考えると、損失は結果に過ぎず、損害との間の相当因果関係の存在に疑問がある、といった批判がなされた。しかしこの点は例えば詐欺や強迫(民法96条)等の違法な勧誘によって成立した契約についても、契約は一応有効に存在したうえで当該契約を取り消すか否かの問題として処理されているので、契約の成立と不法行為の成立の可否に関してはあまり問題とならないと考えてよいであろう。その後特に商品先物取引に関して、違法な投資勧誘に対する救済に関して不法行為による解決が一般化してきた⁶⁹⁾。現在まで、特に近年急増しつつある証券会社と顧客との間の有価証券販売に関する紛争に関し、不法行為構成による裁判例も基本的に商品先物取引における判例理論をそのままあてはめているのが殆どである。

しかしこの点に関しては、両者の間の関係はかなり異なるのではないかの指摘がなされており⁷⁰⁾、商品取引と有価証券取引、特に後述するワラントに関する紛争にこの理論をそのまま適用することは、確かに両者の背景がかなり異なることに注意しなければならない。つまり商品先物取引及び株式の信用取引などは、継続的取引であり、当該取引を行う顧客の側もかなり商品取引並びに株式取引に精通したものが多く、それに対し、後述するワラント取引における紛争の大部分は、証券取引の経験が浅くしかもワラント取引の経験も殆どなかったにも拘わらず、証券会社の勧誘によりリスクについてよく認識をせずワラント取引を非継続的に行った顧客が中心となることである。

いずれにせよ現在は、証券会社や商品先物取引会員等による違法勧誘による顧客との間

68) 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715条第1項を適用することの可否」『判例時報』706号136頁参照。

69) 清水・前掲論文『判例タイムズ』853号25頁。

70) 川村和夫「ワラント取引と説明義務」『判例タイムズ』883号48～51頁。我が国におけるワラント取引に関する紛争の特殊性については、2を参照されたい。

の紛争解決は、昭和43年判決以来不法行為による解決が中心となってきた⁷¹⁾。この際に特に着目すべきは、不法行為における「違法性」の要件の認定の際に証券会社や商品先物取引業者に対しその商品の特質に鑑み、商品の説明義務を負わせたと解されるような判決があることである。すなわち神戸地判平成2年2月22日は、「商品先物取引は、投機性が強く、委託者が不測の損害を被る危険があることに鑑み、取引員としては、この点について委託者の知識、経験、判断能力等を考慮して委託者が判断を誤って取引に加わることをのりよう十分配慮して勧誘すべきであり、この配慮を欠く仕方勧誘したような場合には、行為が違法なものとなり、不法行為を構成するというべきである。」としている⁷²⁾。また清水判事は、これについて「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。」として⁷³⁾、業者に顧客の具体的事情を考慮して判断をする義務を認めている。

それより更に進んで、商品先物取引の継続的取引に関する判決である京都地判平成元年2月20日は、「商品取引員ないしその使用人である外務員等は一般の顧客を勧誘するにあたり、商品取引所法、受託契約準則、取引所指示事項、取引所定款、新規委託者保護管理協定、同規則等の趣旨に照らし、また信義則上当該顧客が商品先物取引の危険性を理解する事を妨げたり、・・・中略。(商品取引員ないしその使用人である外務員等は、) 当該顧客が商品先物取引について自主的・合理的な判断が出来るように必要な知識・情報を提供するとともに、専門家として助言・指導を行い、・・・(忠実に顧客の真意である)取引の指示に従う等の義務を負うものと解するのが相当である。」として⁷⁴⁾、業者は信義則上顧客に適切な情報を提供する義務を負っていると解している。なおこの信義則説に対する検討及び私見の検討は、第4章において総合して行いたい。

2、ワラント取引に関する証券会社の不当勧誘と不法行為責任

71) 清水・前掲論文『判例タイムズ』853号24頁以下に、その後の不法行為成立が争われた判例の検討がなされている。

72) 『判例タイムズ』733号136頁以下。

73) 清水・前掲論文『判例タイムズ』853号28頁。

74) 『判例時報』1323号100頁以下。なお下線部は筆者の判断による。

近年主に個人投資家と証券会社との間で特に問題となっているのがワラント（新株引受権付社債）取引である。ワラント取引には、1で検討した継続的な株取引や商品先物取引とは異なり、非継続であり一回性の取引であるという特徴がある。そのため違法性の認定に関して、別の基準で考察しなければならない。

それではワラントとはどのような性格のものであろうか。ワラントすなわち新株引受権付社債とは、社債権者に新株引受権が付与された社債で、昭和56年の商法改正により設けられた規定である（商法第341条の8以下）。その理由は、企業の資金調達手段の多様化及び国民の資産運用手段の多様化という一般論の他に、長期の外貨建て債権の為替リスクのヘッジのためであるとされている⁷⁵⁾。つまり長期の外貨建て債権を有する企業にとって、リスク回避のためにそれと同額の外貨建て債務を負担することが望ましいが、その際金利負担を出来るだけ低く押さえることが望ましい。そのため海外で普通社債より利率の低い社債の発行が必要となるが、転換社債は株に転換すると社債が消えてしまうために転換しても社債の消えない新株引受権付社債の発行が望まれていたのである。

権利者は所定の期間（権利行使期間）内に、所定の条件で所定の数又は価額の新株の発行を請求できるものである。この新株引受権付社債には、新株引受権を分離できるもの（分離型）と分離譲渡できないもの（非分離型）がある。分離型の新株引受権付社債においては、分離された新株引受権は、新株引受権証券という有価証券に表章され、社債権とは別個に流通する（商法第341条）。

ワラントとは、元々新株引受権自体のことであるが、本稿では分離型の場合の新株引受権のこととする。この社債から分離したワラントを購入したものは、所定の期限までに所定の価額を払い込んでその権利を行使しないと全く無価値となる。

また所定の額とは、通常はワラント発行時の株価よりやや高めに設定されるから、株価が所定額を超える場合には利益が出るが、所定の権利行使期限までに所定の価額まで株価が上昇しないときは、これを行使又は転売して値鞘を得る機会がなく、当該ワラント取得額全額を損失することになる。このようにワラントは、通常の株式取引に比べその投機性及び危険性は、かなり高い。

またワラントは、昭和56年の商法改正以前にも存在した。新株引受権を株主に与えて

75) 川村・前掲論文『判例タイムズ』883号48頁～49頁。

新株を発行する場合に、既に昭和41年改正により、新株引受権を独立した権利として流通させる制度も存した(商法第280条ノ2第1項6号、商法第280条ノ6ノ2)。しかしこの制度は、通常払込額は、株式の額面と同じとされてきたので前述のワラントのような損害が生ずるケースはほとんどなかった。

ワラントの売買は現実的には、昭和56年の改正後しばらく分離型は発行されていなかったが、昭和60年に日本国内でも解禁となり、昭和61年1月からは、本件のような海外で発行されたワラントの国内販売も許可された。しかしコストの問題や無担保の適債基準の問題等の理由により、昭和62、63年とワラント債の発行はゼロとなった⁷⁶⁾。その後、平成元年からは活発に発行され始めた。日本国内では1985年9月まで投機性が強いという理由で発行が禁止されていた分離型ワラント債は、同年10月から解禁となり、1986年1月からは海外で発行された分離型のワラント債の国内持ち込みが許可されるようになったからである⁷⁷⁾。その後バブル景気の株高に伴う新規の株式市場への投資家の増加により、一般個人投資家によるワラント購入もまた促された。

しかしその後いわゆるバブルの崩壊により株価が低迷し、株価が所定の基準価格に達せず、そのため一般投資家は、転換権を行使せず(払い込みをせず)、又はワラントを転売することもできずにそのまま権利行使期間が経過してしまい、ワラントが紙切れとなってしまい、投資額全額が損失となってしまったという事件が平成2年以来続出したものである。

このような事件に関する一群の判決を幾つか検討すると、不法行為の成立を認めたものと認めないものの二つに大別できる。ワラントの損害を証券会社に請求した事件で最初に出された判決である大阪地裁平成4年6月22日判決は、次のような事案につき以下のような判決を下した⁷⁸⁾。本件において被告であるY証券会社の担当者から外貨建てのワラント債権の購入を勧誘された原告Xが、ワラントの仕組みや内容及び危険性について十分な説明も受けず、理解もしていなかったのに、Yの担当者が独断でワラント債の売買を行い原告Xに相当の損害を与えたところ、Xは本件XY間の取引は民法90条に従い無効であ

76) 岸田雅夫『会社法入門』(1991年)247頁～249頁参照。

77) 岸田・前掲書、248頁参照。

78) 『判例タイムズ』809号165頁以下。

ると主張し、Xが当該取引につきYに預託した金額相当分の支払いを求めたものである。それに対し、大阪地裁は以下のような判決を下した。つまり「原告の顧客は、従前から被告証券会社との間で株式取引や投資信託の取引を行っており、被告の担当者は、原告に対しワラント取引の仕組みやリスクをよく説明していた」と事実認定した上で、原告の請求を棄却した。

また東京地裁平成5年5月12日判決も、原告は、被告証券会社と継続して多数の株式やワラントの取引を行い、株価暴落前はその取引のより多額の利益を上げていたこと及び従前の取引の際に既にワラントに関する説明書を交付されていたことを事実認定した上で、原告の請求を棄却した⁷⁹⁾。この二つの判決に共通するのは、原告はともにワラントの取引を複数回行い、ワラントに関する説明書の交付を受けていたこと、及び東京地裁平成5年5月12日判決は、原告は株価暴落前の取引において利益を上げていたことなどから、原告の請求を棄却したものである。このように不法行為の成立を認めた判決を幾つか検討してきたが、ほぼ共通していえることは、当該ワラント取引の他にもかなりの証券取引の経験があり、しかも従前の証券取引において収益を得た経験がかなりあるということである。更にこの場合の原告には中小企業のいわゆる「オーナー」のような事実上の経営者が多く、自分自身の資産運用の他に、会社資産をも有価証券で運用していた事例が散見された。

これに対して他方不法行為の成立を認めて、証券会社の責任を認めた判決例も幾つか出ている。例えば東京地裁平成6年2月4日判決は、原告が被告の証券会社の従業員による違法な断定的判断を伴う投資勧誘によりリスクの高いワラントを購入させられたとして、その後無価値になったワラントの購入代金相当分を不法行為により損害賠償請求したものである。裁判所はこれに対し、「従来数100万程度の株式投資しかしていなかった原告に対し、被告証券会社の従業員がいきなり1千万以上の株式投資を勧め、本件ワラント購入前に全ての取引を整理した上、必ず値上がりするからといって本件ワラントの購入を勧めた」ことを事実認定した上で、証券会社の不法行為の成立を認める判決を下した。しかしこの際に原告には過去に信用取引を含む相当な株式取引があったことを認定した上で、

79) 『判例時報』1466号105頁以下。

過失相殺の法理を準用し総損害額の85%を原告の責任による損害と認めた⁸⁰⁾。

同様な判決としては、名古屋簡裁平成5年6月30日判決は、原告が被告証券会社の従業員の勤めるままに、本件ワラントを購入したが、ワラントに関する説明は、購入後説明書を郵送しただけであった。原告は従前に一度被告証券会社を通じてワラントを従業員の勤めるままに購入したという経験があるだけであった。この事案につき判決は、「リスクの高いワラント取引につき証券会社の説明義務を尽くしたとはいえない」として不法行為の成立を認めた。ただしこの際に原告にも過失があったとして20%の過失相殺を認めた⁸¹⁾。この場合の注意義務とは証券会社が顧客の経験や資金能力に応じて適切な助言をする義務とされている。しかし何故証券会社がそのような義務を負担するかについては明確な説明をしていない。この点に関し、本稿では米国・ドイツの議論をふまえた上で第4章で総合的に検討する。またこれら一連の不法行為の成立が認められた事例を検討すると、幾つかの共通項が見つけられる。この場合の原告は個人投資家が多く、しかもそれまであまり証券投資の経験が無い投資家を中心であるである。なかには、家庭の主婦が原告となっている場合もあり、いずれにせよ経験の浅い個人投資家が原告となっている事例のなかに不法行為の成立を認めたものが多い。

しかしながら説明義務違反で証券会社に債務不履行責任があるとした高裁判決も存在する⁸²⁾。事案及び判旨は次の通りである。Xは、本件ワラントを購入するまでの5年余りの間株式の現物取引を行っていたが、取引先のY証券会社の担当者に勤められ、平成2年1月に本件ワラントを購入した。Xは本訴において、この購入の承諾はなかったとし、仮にそうでないとしても、Yの担当者はワラントの危険性の説明をしなかったのでワラント購入の承諾は有効でないとして、無価値となったワラント購入による損害の賠償を求めた。原判決は、Xの承諾（代理人である訴外妻Aの承諾）があったとし、また、購入時にはワラントの危険性の説明はなかったものの、後の取引確認時にワラント購入を進めるか、キャンセルするかの自由があったとして、Xとしては、ワラントの危険性を十分認識した上で、本件ワラント購入行為を進めることに同意したものと判断した。原判決はこの理由に

80) 『判例タイムズ』841号271頁以下。

81) 『金融商事判例』943号38頁以下。

82) 東京高裁平8年3月18日『金融商事判例』1000号33頁参照。

より請求を棄却。これに対して本判決は、Xの妻とYとの間で本件ワラント購入の合意が成立した際、あるいは遅くともワラント受渡の日までに、ワラントの持つ高い危険性についての説明がYからなかったことを理由に、Yの契約締結上の注意義務違反(説明義務違反)の債務不履行を認め、X側について約6割の過失相殺をした上、Yに、Xの購入代金相当損害金の約4割である200万円の損害賠償を命じた、のが本件である。本判決は契約締結に至った場合の事案に関するが、この場合にも契約締結上の債務不履行責任を認めたものとして注目される。

本件控訴審で東京高裁は、本件ワラントはいわゆる外貨建のワラントである点、及び説明義務が何故発生したかという点につき以下のように判決を下している。すなわち「分離型ワラントは当初その高い投機性から発行情が許容されておらず、ようやく昭和60年10月から可能になったこと、外貨建ワラントにあっては、為替レートの変動によっても損失を被るおそれがある、リスクは一層大きいものであること、控訴人と被控訴人とは株式等の取引につき昭和59年5月15日から継続的に委任契約関係があったこと、被控訴人は外国証券を含む投機性の高い商品の取扱いを専門とする会社であることを考えると、被控訴人には一般顧客である控訴人に新たに外貨建分離型ワラントである本件ワラントの取引を勧め、それを受任するに当たっては、具体的な受任に先立ち信義則上、前記認定のような外貨建分離型ワラントが内包する高い危険性について控訴人に十分説明をすべき契約締結上の注意義務があったというべきである。しかし、控訴人代理人訴外Aと被控訴人との間で本件ワラント購入に関する合意が成立した際あるいは遅くとも本件ワラント受渡日までの間に、被控訴人は控訴人あるいはAに対し前記認定のような本件ワラントの持つ高い危険性についての説明をしておらず、しかもこの説明があればA子は本件ワラントの購入の決意をしなかったものと推認するに難くないから、これによる損害について被控訴人は債務不履行責任を負うべきものである。」としている。

本件の事実関係として重要なのは、Xの妻が外貨建ワラント取引説明書の送付を受けたのが、本件ワラント購入契約成立よりもかなり後のことであった疑いがあるとされている点である。説明書を交付していても説明義務を履行したことにはならないとする裁判例も

あり⁸³⁾、説明書の交付は必要最低限の説明義務の履行といえる。本判決は、債務不履行の構成で証券会社の説明を認めている。

また本判決で重要な点は、これまでの裁判例の多くが不法行為の構成であったのにたいし、債務不履行による損害賠償を認めた点である。ワラントに関連する事件では通常証券取引法50条に違反する利益保証的言辞、強引な勧誘、一任取引などの事由が重疊的に問題となることが多いが、本件では狭義の説明義務違反によって損害賠償責任が肯定された。このような事情があるにせよ、債務不履行責任又は不法行為責任の構成をとったXの請求原因に対し、本判決が債務不履行の構成を採用したのか、いかなる理由に基づくのかは判決からは明確でないといわざるを得ない。

なお本判決は、契約締結上の注意義務という説明をしているが、契約締結上の責任という場合、契約準備段階における信義則上の注意義務違反に伴い負担する損害賠償責任のことを意味するものとして使用されてきている⁸⁴⁾。

このように債務不履行構成を認めた判決も存在するが、その大半は不法行為構成である。この不法行為の判決を総合すると、確かに取締法規違反で直ちに違法性ありとせず、顧客の投資経験や財政基盤に照らし総合的に違法性の有無を判断するという前述の学説を援用しているといえる。更に本章第3節1における継続的な株式取引と比べて一回性の取引の側面の強いワラント取引の特徴を考慮することがワラント取引を理解するうえで必要である。判決ではその点を考慮して、近年経験の少ない個人投資家に対しては、証券会社の不法行為の成立を認めているものが多くなっているともいえる。しかし前述の判決例はいずれも不法行為責任の成立を問題とするものである。学説でも証券取引法の禁止規定を「違法性」の根拠とする見解が支配的である。この点検討する前に、我が国におけ

83) 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を中心として—」『金融法務事情』1407号312頁参照。

84) 『金融商事判例』1000号33頁～34頁参照。この点につき最判昭58年4月19日（『金融商事判例』696号42頁）、及び最判昭59年9月18日（『金融商事判例』711号42頁）参照のこと。これらの判例の事案は、契約締結に至らなかったものの、契約締結交渉における当事者の行為につき信義則上の注意義務違反を認めたものである。

る不当勧誘と債務不履行若しくは不法行為責任に関する学説を概観する。

3、証券会社の投資勧誘と説明義務に関する学説の展開

証券会社による投資勧誘の一貫としての説明義務と、銀行融資や変額保険勧誘における決定的な違いは、適合性の原則や断定的判断の提供が証券取引法・政令・業界団体の自主ルール等により明文で禁止されていることである。証券開始会社による投資勧誘を考えるには、この点を注意する必要がある。

証券会社の投資勧誘を不法行為に構成することに関して山下教授は次のように疑問を呈している⁸⁵⁾。「投資勧誘は、証券の取次委託若しくは売買という契約をめぐる証券会社と投資者の継続的な結びつきの一コマである。そう考えればそのような契約の特質に即して契約責任として構成した方が、一般的な形で禁止規定を定める証券取引法の規定とリンクして不法行為責任を考えるよりも、継続的取引という側面を考慮すれば、より柔軟な対応が可能なのではないか、」とする。

またこの点は、継続的取引という側面を重視すると、契約締結後の事情変更の場合に、顧客に対してそのことを伝える義務をも含むと解されるだろう。

前述の山下教授の批判は、河本教授によると⁸⁶⁾、継続的取引たる過当取引においては一層強く理由づけられる。つまり過当取引の前提としては顧客と証券会社との間に売買一任契約があるはずであるが、そのような契約においては、個々の委託契約のほかに投資顧問契約に準ずるような債務関係⁸⁷⁾が生じる。そして証券会社がこのような状況のなかで過当取引をすることは、証券会社が負っている債務に違反するものであり、そのことにより債務不履行責任が生じると考えられる。この場合証券会社は、どのような内容の義務を負っていると考えerべきであろうか。山下教授はこの点に関し、このような債務の内容は、

85) 山下友信「証券会社の投資勧誘」『証券取引法体系』(昭和61年)340頁以下

86) 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』488頁以下参照。

87) 山下・前掲論文『証券取引法体系』341頁によると、山下教授は、このような債務状態をドイツにおける法定債務関係に準ずるような債務関係と分析されている。

「適当な時点で適切な助言を投資家に与える義務」と主張している⁸⁸⁾。私見によれば更に「顧客の当該投資に対する経験、資力、知識及び能力などを総合的に判断したうえで、適切な助言を与える義務」と解する。しかし解釈論的に我が国の制定法上何故このような義務が証券会社に課せられねばならないのであろうか。この問題に関して判例のなかには、信義則を理由とするものがある。この問題については第4章で総合的に具体的な検討を行うこととする。

また川浜教授によると、説明義務違反の責任を不法行為構成によるか契約法構成によるかで実質的な差違は無いと指摘する⁸⁹⁾。そう解すると問題は金融機関は何故法的に説明義務を負っているかということになる。

また「説明義務違反による不法行為」に関しては、様々な分析がある。ワラント販売による取引の場合には、一回性の取引が中心であるので、商品及び契約内容の不当性は余り問題にならず、契約締結後に考慮されるべき事情も乏しい。従って説明義務違反が問題となる取引行為の不法行為の問題の中からワラントの問題は契約締結の際の説明義務違反に絞られるという指摘がある⁹⁰⁾。ワラントに関連する多くの裁判例は、状況に応じていかなる説明をすべきか（行為義務）を確定し、これに該当する行為が行われていなければ義務違反ありとして、不法行為の成立を認める。これに対して、説明義務が遵守されていれば、投資家がワラントを購入してその結果損失を被ったとしても、請求棄却、つまり損失は投資家の負担に帰せられる。証券会社は提供すべき情報を提供したのだから、その先で投資家がどのような決定をしようと、自己責任だということである。また、証券会社側の説明が必ずしも十分でない場合でも、投資家がワラントという商品の特質を理解していることが認定された事案では、証券会社の責任が否定されている

このような観点から検討すると、説明義務は単純に投資家保護のため、あるいは、投資家の証券会社に対する信頼保護のために課されているのではなく、投資家が適切な情報に

88) 山下・前掲論文『証券取引法体系』341頁以下参照。

89) 川浜昇「ワラント勧誘における証券会社の説明義務」『民商法雑誌』113巻4・5号651頁以下参照。

90) 小粥太郎「説明義務違反による不法行為と民法理論(上)」『ジュリスト』1087号119頁参照。

基づいて意思決定をするために課されているのだということが理解されうる。

更に証券取引法の禁止規定を見ると、その違反に対し行政処分による罰則が定められているのは、言及した通りであるが、このことにより逆にかなり違法性の強い行為しか当該規定の対象とならなくなるのではないか。従って証券取引法とリンクしている不法行為の規定も、それにつれて「違法性」の要件に該当する可能性も低くなることにより不法行為の成立が困難となり、従ってその分被害者救済に薄くなるの恐れがある。

しかも今日の証券取引においては証券理論は高度に専門化されており、一般投資家には理解しにくいほど高度化されている。そのため特に個人投資家が証券会社の情報に頼る必然性はかなり高いといえる。そう考えると証券取引において専門家たる証券会社は、その市場における問屋たる性質から顧客に対して適切な情報を与える義務を有していると考えべきではないか。そう考えると制定法上の法的根拠という従前の疑問に再び行き当たることになる。

しかしその点について我が国の学説は十分な議論が尽くされているとはいえない。そこで我が国の金融機関説明義務を議論するために、まず第2章及び第3章において米国における情報開示義務及びドイツにおける説明義務に関する議論を参考にする。その上で第4章で総合的に金融機関の助言義務並びにその法的根拠について検討する。

第2章 米国における金融機関による情報開示義務と適合性の原則

第1節 銀行の貸手責任と情報開示義務

1、貸手責任理論と信認義務

米国において1980年代中頃からいわゆる貸手責任論 [Lender's Liability] 呼ばれる法理が台頭してきた。また80年代中頃から、借り手から訴えられた銀行が敗訴する例が目立つようになってきた⁹¹⁾。しかし同年代の終わり頃から第1審で銀行が敗訴しても控訴審で銀行が逆転勝訴する例が増えてきた。しかしわが国における評価では、貸手責任法理

91) Sahadi v. Continental Ill. National Bank & Trust co. 706 F.2d 193 (7th cir.1983) など

という独立の法理は存在しなかったとする見解があり⁹²⁾、いずれにせよ1990年代にはいと貸手責任理論が活発に論じられることはあまりなくなり、専ら環境法との関連で論じられてきた。しかしこの傾向は一時的なものであり、いずれは消費者保護を背景とした貸手責任理論が復活するだろうとする見解もあり⁹³⁾、今後が注目される。

米国の金融機関の貸手責任理論は、複数の法理から成り立っているが、大きく分類すると①制定法による貸手の責任と②コモンローによる貸手の責任に分類される⁹⁴⁾。

制定法上の貸手責任の法理は以下のものである。すなわち環境法⁹⁵⁾、証券取引法・証券

92) 柏木昇「アメリカのレンダー・ライアビリティと日本法への示唆」『金融法研究』13号146頁以下参照。なお国生和彦「レンダー・ライアビリティとは何なのか(上)(下)」『銀行法務21』524号17頁、526号20頁も同様の主張をしている。

93) Cf. Cappello, A.B., Komoroske, F.E., 'Do Californian Trends Indicate Snowballing Conservatism in Banking Law?' "Banking Law Review" (Vol4, No.4). 同論文によると、米国ではレーガン政権以降最高裁判事が保守派に偏り、政治や司法の保守化が貸手責任の後退につながっていると指摘する。

94) 楠本くに代「金融機関の貸手責任と消費者保護」(1995年)37頁以下参照。

95) ここでいう環境法とは、包括的環境対処・保障・責任法 [Comprehensive Environmental Response, Compensation and Liability Act] 及び同法1986年修正法の2つを指す。通常この2つをさしてスーパーファンド法 [Superfund Act] と呼ばれる。同法の目的は、環境や健康に悪影響を与える有害物質の除去及び天然資源の損傷に対する損害賠償の2つである。

取引所法⁹⁶⁾、事業に対する犯罪組織等への浸透に対する取締に関する法律 [RICO]⁹⁷⁾、銀行倒産法、税法等が挙げられる。しかしながら制定法による貸手責任理論の検討はここでは行わない。なぜなら制定法に基づく責任は、それぞれ個別の制定法によって規定されている特別の文言の解釈として貸手責任論が議論されているので⁹⁸⁾、同様な制定法を欠くわが国の法制度上は、立法論以外はあまり参考にならないために、本稿の主題である金融機関の説明義務という観点からは外れるものであるからである。

連邦法上のコモンローの原則による理論には、契約違反、信託義務 [fiduciary duty] 違反、信義誠実義務違反 [Breach of Covenant of Good Faith and Fair Dealing]、詐欺及び強迫 [Fraud and Duress]、不実表示 [Misrepresentation] 義務違反、開示義務違反 [Prima Facie]、銀行による契約又は商取引に対する不法行為的な干渉 [Tortious Interference with Contract and Business Relations] 及び情報開示義務違反 [liability for Nondisclosure] 等が挙げられる。この中で本稿における検討に対して関連性があると思われるのは、①信義誠実義務違反、②信託義務違反及び③情報開示義務違反である。この他に州のコモンローが根拠とされるので、州による独自のコモンローが根拠とされる可能性があるため、独自の法理が存在している。しかし以下では判例法の積み重ねがある連邦法に関して検討する。

まず信義誠実義務違反に関して検討する。米国の統一商事法典 (UCC) は、「本法の適用になる契約及び本法に基づく義務は、その履行と強制において誠実義務 [obligation of

96) 証券法 [Securities Act of 1933] 及び証券取引所法 [Securities Exchange Act of 1934] はともに連邦法であり、証券取引規制の中心となるものである。証券取引により損害を受けたものは、これらの連邦法により損害賠償を請求することが出来る。例えば証券法 11 条は届出書に虚偽記載があったときの損害賠償責任について規定しており、証券法 12 条は「虚偽の目論見書その他の投資勧誘資料を用いて証券を取得させたもの」にも民事的責任を課している。

97) Racketeer Influenced and Corrupt Organization Act of 1970 の略称であり、組織犯罪統制法第 IX 編として 1970 年に制定された連邦法である。

98) 制定法に基づく責任に関する判例学説の検討は、楠本・前掲書、66 頁～75 頁参照のこと。

good faith] を課す。」としている⁹⁹⁾。また同様に契約リステイトメント2版205条は、「全ての契約はその履行と強制において各当事者に誠実と公正な取引の義務を課す」としている。従来の通説的な見解によると、「信義誠実義務は契約で合意された内容の履行及び強制においてのみ問題となるのであり、信義誠実の原則で合意された契約内容を変更することは出来ない」とされていたものである。しかし KMC 判決¹⁰⁰⁾において、「契約を終了させる場合にも誠実の原則に従い事前の通知をする義務があり、銀行が請求すればすぐに契約を終了させられるという条項に従い、通知せずに契約終了させた場合には、UCC § 2-309 にいう通知義務違反であり、それだけで十分に誠実義務違反となる」とされ、銀行に対する信義誠実義務原則適用を拡大しようとした。しかしその後の Shaughnessy 判

99) Cf.UCC[Uniform Commercial Code] § 1-203

100) Cf.K.M.C.Co Inc.,vs Irving Trust Co. 757 F. 2d 752 (6th Cir.1985)Lexis 29638

本件は、合衆国第6巡回裁判所の1985年判決であり、テネシー東部地区第1審連邦裁判所で下された判決に対する控訴審である。本件は貸付限度額を巡る事件である。借り手であるKMC会社は、被告であるアーピングトラスト社（銀行）と売掛債権を担保とする350万ドルを上限とする貸付契約を締結した。1982年3月までにKMC社は270万ドルを借りていたが一方で同社の資金繰りは苦しくなっていた。そこでKMC社は更に80万ドルの借り入れを申し入れた。その際担保は確保されていた。しかし銀行は融資を拒否し、直後にKMC社は倒産した。KMC社は誠実義務違反で銀行（持株会社）を訴えた。

第1審で陪審[jury]により750万ドルの支払いを命じた。被告側が控訴し、本件控訴審は陪審の評決を支持する判決を下した。

控訴審の判決の争点は、貸手は不誠実に融資を拒否したか否かである。裁判所は不誠実に融資を拒否したのではないが、事前に融資を打ちきる旨を通知をしなかったのは、誠実義務違反であるとして以下のように述べた。「・・・前略。KMC社が営業を処分するためにも一定の時間は必要であった。もしアーピング社がKMC社に30日、7日あるいは48時間前にでさえ、融資をしない旨の通知をしていたら、判決は異なっていたらう。」

決¹⁰¹⁾では、貸手であるマークトウェイン国立銀行が事前に融資終了の通知をしなかったことが不誠実を構成しないとされた。その後の判決を見てもこのような傾向は続いているといえ、銀行に対する誠実義務原則の適用拡大は、決定的な傾向とはいえない。このことから検討すると、金融機関に対する信義誠実義務の適用領域が、契約上の義務の履行及び強制に限定されており、契約内容を変更することにまで認められたとは言い難い。従って信義誠実義務から説明義務を導くことは論理的に困難であり、本稿ではこれ以上の考察をする必要はないと思われる。

次に信認義務に関して検討する。通常消費貸借における貸手（金融機関）と借手の間には単純な独立当事者関係 [arm's length relationship] が支配し、市場の道徳 [market more] 以上の義務は貸手に対しては要求されないとされてきた。従って契約当事者間には、それ以上の信認関係は発生しない、とれてきた¹⁰²⁾。しかし貸手に対してそれ以上の信認義務を課すためには、特別の事情 [special circumstances, special relations] が必要である¹⁰³⁾。

特別の事情とは、①借手が貸手に特別の信頼を置いていた、②借手が貸手から助言を得ており借手がそれに依存していた、③貸手が借手に優越的立場 [superiority] 又は支配力 [domination and control] を得ていた場合である¹⁰⁴⁾。信認関係がいったん認められると、①守秘義務、②情報開示義務、③借手の最大利益のために行動する義務 [best interest of borrower] の為に行動する義務が生まれる。この「特別の事情」理論により、銀行は信認義務を負うという考え方もあるが¹⁰⁵⁾、米国の判例は特別の事情が何なのかを明確にしていないと思われる。しかしこの議論は、我が国における金融機関による説明義務の議論に参照することが可能である。なぜなら金融取引に関して、個人顧客に対して金融機関が圧倒的に豊富な情報量を持つという現状から鑑みると、顧客は貸手である金融機関の情報に

101) *Shaughnessy vs. Mark Twain State Bank* 715 S.W.2d 944 (Mo. Ct. App. 1986)

102) Cf. Bloom, Andrea., *Lender Liability: Practice and Prevention* (1989), p. 8-9.

103) Cf. Bloom, *op. cit.*, p. 9.

104) 柏木教授は何が「特別事情」かは未だ不明であるとする。柏木・前掲論文、149頁参照。

105) 楠本くに代「米国レンダーライアビリティ判例の特徴と最近の動向」長尾治助編『レンダーライアビリティ』（1996年）36頁以下参照。

頼らざるを得ないからである。従って前述の要件の②に該当し、従って情報開示義務及び借手人の最大利益のために行動をする義務が導き出され、金融機関に顧客の事情に最も適合する情報を提供する義務を有するという帰結が演繹可能であるからである。

次に信託義務とは直接一致しないが、内容的に金融機関は高度な注意義務を負うというのが「公共性 [public interest] の理論」である。金融機関の公共性・専門性・圧倒的な情報量を鑑みると、金融機関は顧客や一般大衆に対して特別に高度な注意義務を負うという考え方である¹⁰⁶⁾。判例でこの考え方に言及しているのは、Jacques v. First Nat'l Bank 事件である¹⁰⁷⁾。判決は次のように述べている。「銀行が存在するのは、多くの一般大衆 [enormous public] から寄託された資金を使って業務を行っている為である。公衆が銀行に資金を預ける場合一方的に銀行に依存している。更に融資の提供に関していえば、当該地域 [community] で銀行がほぼ独占的な地位を占めている。」として、銀行の注意義務の源は、公共性であるとした。更に他の経済関係不法行為法 [business tort] における医師や弁護士等の専門家責任と同様、銀行という職業の持つ公共性という説明もされている。銀行はたとえ取引に未だ入らない顧客に対しても注意義務を負うとする点は非常に興味深い点であるが、本稿の主題である説明義務の根拠とは直接結びつかない。

2、情報開示理論に関する法理

金融機関の説明義務に関連するのが、この情報開示理論である。米国でも原則として取引当事者間には、必要以上の取引に関する情報を公開する義務はない。しかしながら銀行が信託義務を負う場合及び先行行為により情報開示義務を負う場合があり得る。理論的

106) Cf. Bloom, *op. cit.*, p7-8.

107) Jacques v. First Nat'l Bank 515 A.2d 756(307 Md. 527)本件は、原告であるジャックスが住宅購入の際に、ファーストナショナル銀行から融資をしてもらおうと申込をした。しかし同銀行は原告であるジャックスへの与信可能額算定を誤り、その結果ジャックスは十分な額の融資を受けられず、他の高金利の融資を受けざるを得なかった。そこでジャックスは不法行為を理由に損害賠償請求したのが本件である。メリーランド州控訴裁判所は、銀行に対したとえ取引にはいる前で申込をしただけの顧客に対しても、注意義務を負うとし、その根拠は銀行の公共性にあるとしたのが本件である。

には、銀行が情報公開義務を負う場合に故意又は過失により銀行がその情報を公開しない場合には、不法行為を構成する可能性がある。

Ragland v. Stutuck Nat'l Bank 事件¹⁰⁸⁾は、銀行の情報開示義務を巡って問題となった事件である。事実概要は以下の通りである。原告であるラグランド氏は、牧草栽培業を営んでいた。その取引銀行であるスタッツクナショナル銀行は、フェルグソン氏と牧草を取り引きしようとしたラグランド氏からフェルグソン氏に関する信用照会があった。銀行はその照会に対して、「フェルグソン氏はよい顧客であり、・・中略。フェルグソン氏を受益者とする信用状 [letter of credit] もある。」と解答した。しかし実際はフェルグソン氏は債務不履行寸前であり、信用状というのも実際は単なる融資予定書 [loan document] にすぎなかった。銀行からの回答を信じたラグランド氏はフェルグソン氏と彼が経営する企業と長期契約を締結したその日に、従業員の給与に対して横領 [misappropriate] として F B I に逮捕された。第 1 審における陪審の認定は、「銀行が自己の債権の回収をはかるために、虚偽の情報を開示した。」であった。これによると銀行は、「詐欺 [fraud]¹⁰⁹⁾ 及び過失による不実表示 [negligent misrepresentation] の両方に該当する。」とされた。

この判決の中で総論として重要なのは、「銀行はその職務上顧客に対する情報に関して有利な [superior] 立場にあり、・・・一度銀行が信用照会を受諾した以上は、正確に情報公開をする義務を負い、情報の受領者が合理的にその情報を信頼した場合には、銀行は自らが事実と異なる情報を発信した責任を負う。」という点である。

そこで一般論として契約関係等に入る若しくは入ろうとした場合に、一定の先行行為等により、情報開示義務を負い、そこ結果情報を公開しないことが不法行為を構成するか否かに関して、不法行為リステイトメント第 2 版 5 5 1 条「情報不開示責任 [Liability for Nondisclosure]」が参考になる¹¹⁰⁾。

第 5 5 1 条②項

108) Ragland v. Stutuck Nat'l Bank 36 F.3d 983 (10th Cir.1994) Lexis27250

109) オクラホマ州法によると、詐欺の言葉は通常より広く定義付けされており、他人に対して不公平な利益を得ることを意図して行われたいかなる行為も詐欺に該当するとされる。Cf. Spartan Petroleum Co. v. Curt Brown Drilling Co., 446 P.2d 808 (Okla. 1968)

110) 柏木・前掲論文、150頁以下は銀行に限定して検討している。

商取引の当事者は、取引が行われる前に相手方に対し合理的な配慮 [reasonable care] を持って以下の情報を開示する義務を負う。

a) 一方当事者が知っている情報で、信認義務（例えば貸手と借手の情報収集力と判断力の大きな格差により、あるいは貸手の活動に関係して借手の相談に応じてきた等の理由により、借手が貸手に対して特別の信頼を置いている場合、または貸手が借手の特別の信頼を強く勧誘した場合等¹¹¹⁾） 関係若しくはそれに準ずる関係又は当事者間における信頼関係 [confidence] により、他方当事者に知る権利が付与された場合の情報。

b) 一方当事者が知っている情報で、事実に対する部分的またははっきりしない表明をしたために、相手方が誤解を招く (misleading) 可能性がある場合、その誤解を解く情報。

c) 当事者が事後に [subsequently] 知った情報が、当該当事者が事実を説明したときには真実または真実であると信じられていた説明が、虚偽 [untrue] 又は誤解を招くものであることを明らかにした場合、その事後に知った情報。

d) 他方当事者により信頼されることを予期しないでなされた虚偽の説明が、その後当該他方当事者が従前の説明を信頼して自分と取引を行おうとしていることを知った場合、最初の説明が間違っているという情報。

e) 取引に関する基本的事実で、取引の一方当事者が他方当事者が当該事実に関する誤認に基づいて取引に入ろうとしていることを知っており、かつ当事者の関係、商慣習若しくは他の客観的状況から他方当事者が合理的に開示してくれるものと期待している場合の当該基本的事実。

上述の米国のリステイメントによると、以上のような情報開示義務が生ずるが、開示義務違反の場合に不法行為が成立する可能性がある。このような事例がわが国の銀行取引において、銀行自身が知っていた情報を顧客に告げないで、そのことにより顧客が損害を被ったような事件、例えばいわゆる原野商法において販売業者に販売業者と提携して実際の不動産の価格を知っている銀行が購入資金の融資を行った事例¹¹²⁾及び銀行が倒産寸

111) このような場合には、当事者間に信認義務関係が成立する。本稿51頁を参照のこと

112) 名古屋地判平6年9月2日『判例タイムズ』881号196頁。本稿33頁参照のこと。

前の建設業者を紹介した事例¹¹³⁾ に対しては法的示唆が得られる。銀行に情報開示義務がある場合に情報開示を行わない銀行は、不法行為責任を追及される可能性があるからである。

また上述の検討が、変額保険関連融資やインパクトローン¹¹⁴⁾ のような金融商品に対する説明義務に関しては応用できないという指摘があるが¹¹⁵⁾、例えば「a) 貸手と借手の情報収集力と判断力の大きな格差により、あるいは貸手の活動に関して借手の相談に応じてきた等の理由により、借手が貸手に対して特別の信頼を置いている場合、または貸手が借手の特別の信頼を強く勧誘した場合等のように当事者間に信託義務関係が成立している場合、その間の関係により他方当事者に知る権利が付与されている場合」という文言があるが、これからも金融市場において金融機関と顧客との間の情報量の差を鑑みると、信託義務を仲介として銀行に情報開示義務が生じると解することが出来る。すると銀行などの金融機関には、情報量の格差から情報を公開する義務を負うという解釈が可能となるのではないか。この点に関しては第4章で総合的に検討する。

第2節 ブローカーディーラーによる不当な投資勧誘と適合性の原則

1、不当な投資勧誘

続いて第2節では、米国における証券会社のブローカー業務と説明義務に関して検討する。ブローカー・ディーラー [broker-dealer] による不当な投資勧誘は、コモン・ロー (特に詐欺 (fraud))、および衡平法 (特に信託義務違反)、州のブルー・スカイ法の法規制に服するが、それ以上に大きな役割を果たすのは連邦証券諸法による規制である¹¹⁶⁾。そこでの規制は、具体的には、一連の詐欺禁止規定と、自主規制機関による規制とから構成される。詐欺禁止規定として、まず1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act) 15条C項1号は、ブローカー・ディーラーが証券取引所以外での、州際通商の手段による技巧的、又は詐欺的な計略または企図 (manipulative, deceptive or other fraudulent device or

113) 東京地判平7年2月23日『金融法務事情』1415号43頁

114) 東京地判平4年6月26日『金融商事判例』903号18頁。本稿33頁参照。

115) 柏木・前掲論文、150頁参照。

116) Assmann, H.D., *The Broker-Dealer's Liability for Recommendations* (1982), p.28 ff.

contrivance)の手段により証券の売付け、買付けをなし、またはその勧誘をなし、若しくはなさんとすることを禁止する。そして、SECは、本号の目的のために技巧的、欺罔的またはその他詐欺的である計略または企図を定義する規則およびレギュレーションを制定すべきものとされる。

この証券取引所法15条c項1号は、ブローカー・ディーラーの詐欺禁止に関する特別規定であるが、ブローカー・ディーラーによる投資勧誘については、一般的詐欺禁止規定である証券取引所法10条b項ならびに同規則10b-5 (Rule10b-5)、および1933年証券法17条a項も、しばしば証券取引所法15条c項1号と重畳的に適用されている¹¹⁷⁾。これらの詐欺禁止規定の違反は、SECによるブローカー・ディーラーおよびその使用人(セールスマンなど)に対する懲戒的行政処分、罰則の対象となるほか、民事責任を発生せしめる。詐欺禁止規定は、証券取引所法15条c項1号に基づく一連の規則は別として、きわめて抽象的な規定の仕方をとっており、その具体化は、SECによる運用とともに判例法の展開に委ねられる、そのうちで、特に重要な意味をもつのは、看板理論(shingle theory)と、及び具体的発現とみられる¹¹⁸⁾ 過当取引(churning)についての法理の発展である。

投資勧誘は、さらに各種自主規制機関の規則により規制される¹¹⁹⁾。まず、証券取引所法15A条b項6号に基づき、全米証券業協会(NASD)は、公正慣習規則(Rules of Fair Practice)を定めている、その中で投資勧誘に関して最も重要な意味を有するのはいわゆる適合性(suitability)の原則を定める右規則3章2条である¹²⁰⁾。この適合性の原則は、また、証券取引所法6条b項5号に基づいて制定される証券取引所規則にも見出される(ニューヨーク証券取引所規則405条など)。なお、適合性の原則は、自主規制機関の規則のみならず若干のSECの規則にも見出される。適合性の原則は、詐欺禁止以上のレベルでブローカー・ディーラーの投資勧誘を規制するという目的を持つ。問題は、適合性の原則がブローカー・ディーラーの民事責任を考える場合にどのような意味を持つかというこ

117) Cf. *Ibid.*, p.30ff.

118) 山下・前掲論文『証券取引法体系』、326頁参照。

119) Ratner, D.L. & Hanzen, T.L., *Securities Regulation* (1994) p30. ff.

120) Cf. Assmann, *op.cit.*, p50. ff.

とである。これらを最後に検討する。

2、看板理論及び過当取引

1970年代以降米国では、証券諸法上の詐欺禁止規定の解釈として、ブローカー・ディーラーは、自己が推奨する証券に関して、十分な推奨の根拠を有していなければならないという看板理論が形成されてきた¹²¹⁾。看板理論の起こりは、ディーラーが顧客に対し、ある証券をその市場価格を大幅に超える価格で売り付けたというケースにおいて、ブローカー・ディーラーは、ブローカー・ディーラーとしての看板を掲げることにより、顧客に対し公正かつ適正に取引をなすことを黙示に表示するものであり、当該ケースのごとき大幅な値ざやを付して売り付けることは連邦証券講法上の詐欺に当たるとしたSECの行政処分およびそれを肯定した判例である。この看板理論を、ブローカー・ディーラーは推奨に関して相当の根拠を有していなければならないという原則が明確にされたのは、ボイラー・ルーム [boiler room] とよばれる販売方法に関してである¹²²⁾。この場合、セールスマンにはブローカー・ディーラーより不十分な売らんがための借報が提供されるにすぎない。SECによる懲戒処分の効力を争う行政訴訟において、裁判所は、「ボイラー・ルームのセールスマンは、ブローカーにより供された意見及びパンフレット以外の知識を有しておらず、それを公衆にもたす前に、その正確性をチェック、調査ないしは確認しない場合には、自己の義務を充足するものではない」と判示したのである¹²³⁾。

このようにして拡張された看板理論は、さらにボイラー・ルームではないケースにおいても適用されるに至った。SECのそのような運用は、Hanley v. SEC事件¹²⁴⁾によって判例法上も認められた。これは、店頭証券の売付けに関連したセールスマンに対するSECの懲戒処分について争う訴訟である、裁判所は次のように判示した。「彼らは推奨について十分かつ合理的な根拠があるのでなければ証券を推奨することはできない。彼は自己が知っている事実及び合理的に確定されうる事実を開示しなければならない。・・・中略。

121) Cf. R. Jennings-H. Marrsch, *Securities Regulation* (1982) p.553. ff.

122) Assmann, *op. cit.*, p.42. ff. ボイラー・ルームとは、殆ど無価値な証券を電話などにより手当たり次第の見込客に対して高圧的なキャンペーン方式で売り付けるというものである。

123) Assmann, *op. cit.*, p.43-44.

124) 415 F. 2d 589 (2d Cir.1969)

セールスマンが証券についての本質的情報を欠くときには、そのこと並びに情報の欠如から生ずるリスクを開示すべきである。」「セールスマンは会社に関する情報について発行者に盲目的に依拠してはならない。最近設立された小規模会社により発行された証券は、明らかにより徹底した調査を必要とする。」この事件によりブローカー・ディーラー及びはそのセールスマンは、証券の価値の判断にとって重要な情報について知らなかったという場合にも詐欺禁止規定に違反するものとされるようになった¹²⁵⁾。欺もうの意思を必要としないのである。その意味では、ブローカー・ディーラーに高度の義務を課すものといえるが、合理的調査を尽くさないでなされた推奨により直ちに民事責任が発生することにはならない¹²⁶⁾。損害賠償責任の発生には詐欺をする意思 [scaienter] の存在を必要とするというのが、規則 10 b-5 をめぐる判例法であるからである。

また顧客の信頼あるいは無知に乗じて、ブローカー・ディーラーは、もっぱらあるいは主として手数料等自己の利益を得るために、顧客の口座の性格に照らして量および頻度において過大である取引を誘引し、かつこれを実行する過当取引 [churning] については、証券取引所法規則 15 c 1-7 が、ブローカー・ディーラーに裁量権限 (discretionary power) が与えられている場合について詐欺的行為として禁止している¹²⁷⁾。この規則は、いわゆる売買一任勘定 (discretionary account) に関するものであるが、過当取引の弊害は、形式的に売買一任勘定が設定されていない場合にも見出される。ブローカー・ディーラーの過当取引に基づく民事責任の有無が裁判所において争われることは 1960 年代終りまではほとんどなかった。しかし 1960 年代の終り以来民事責任を追及する訴訟がみられるようになり、今日では過当取引に関する民事責任についての判例法が定着しようとしている¹²⁸⁾。判例は、一般的に以下の要件のもとにブローカー・ディーラーの責任を認める¹²⁹⁾。

①ブローカー・ディーラーが口座における取引について事実上のコントロールを行使して

125) 山下教授も同様の指摘をされている。山下・前掲論文『証券取引法体系』327頁以下参照。

126) Cf. Assmann, *op. cit.*, p44. ff.

127) Cf. Assmann, *op. cit.*, p37. ff.

128) 山下・前掲論文『証券取引法体系』328頁以下参照。

129) Cf. Assmann, *op. cit.*, p37. ff.

いること。②口座における取引が口座の性格に照らして過大であること。③ブローカーディーラーが、詐欺を行う意思をもって、または顧客の利益を故意もしくは無謀に [reckless] 無視して行為すること。この一般原則の形式的根拠は、証券取引所法 10条b項および同規則 10b-5、同法 15条c項1号および同規則 15C-2、証券法 17条a項であり、これらの諸規定が重疊的に適用法令とされるのが一般である。このように過当取引に基づく責任は、連邦証券諸法上の責任であるが、コモン・ロー上の詐欺、または信任義務違反を理由としても責任は発生しうる。多くの訴訟では、連邦証券諸法上の詐欺禁止規定違反とコモン・ロー上の詐欺、あるいは信任義務違反が重疊的に主張される。このことの目的は、主として、後述のように懲罰的損害賠償 [punitive damage] を講求することにある。連邦証券法上は懲罰的損害賠償の請求は認められない。

取引の過当性については、取引が過当か否かを判断する場合には、多くのケースにおいて、ターン・オーバー比率の大小、買入れ証券の平均的保有期間、同一証券の出し入れ取引 (in and out trading) の存否、報酬の額などが総合的に考慮される¹³⁰⁾。ここにおいて後述の適合性の原則の考え方を組み込むことが必要となってくるのである。もしある取引が、過当取引ということになれば詐欺として扱われるので、適合性原則違反が民事責任の根拠となるとされている。

3、米国における適合性の原則の展開

適合性の原則は、まず各種自主規制機関の規則において規定される¹³¹⁾。すなわち、全米証券業協会 (NASD) の公正慣習規則 (Rules of Fair Practice) 3章2条は、顧客に対して証券の買付け、売付けまたは交換を推奨する場合には、会員は、もしあれば、当該顧客により、その者の他の証券保有および財産状況ならびに必要性に関して開示された事実に基づき、推奨が当該顧客のために適合していると信ずるにつき相当の理由を有していなければならないと規定する。また、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 規則 405条は、各会員は、各顧客、各注文、当該会員により受諾されまたは保有されている各現金または証拠金口座および各会員により受諾されまたは保有されている口座についての代理権を保

130) Cf. Assmann, *op.cit.*, p.39.ff.

131) Cf. Loss & Seligman, *Securities Regulation* vol.8(1991)p.3780.ff

有する者に関して重要な事実を知るために適正な注意 (due diligence) を尽くすことを求められると規定する。他の証券取引所でも同様の規則が定められている。これらの適合性の原則を規定するといわれる各規定をみると、文言のうえからだけでも必ずしも同一内容ではない。すなわち、NASD規則では、文言上はブローカー・ディーラーが顧客の投資目的等積極的に調査することまでは要求していないのに対し、NYSE規則ではそのような調査を要求している。加うるに、適合性の内容ないしは基準というものはこれらの規定の文言上必ずしもはっきりしない。このようにアメリカでは、さらに、各自主規制機関の定める適合性の原則に違反したことによりブローカーディーラーの民事責任が発生するかということが大きな問題となっている。これは、自主規制機関の規則違反により民事責任が認められるかという一般的問題の一環でもある¹³²⁾。

この問題について判示するもの¹³³⁾として、まず、*Buttrey v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*¹³⁴⁾がある。倒産した個人ブローカーが単独株主となってブローカー会社を設立したが、それも破産した。破産に先立ち、Aはブローカー会社の顧客の預り資産を、詐欺的に、ブローカー会社名義での被告を通じての投機的取引に回しており、破産会社に損害を与えた。このような事実関係のもとで、破産管財人が、NASD, NYSEの適合性原則に関する各規則違反などにより被告を訴えた。被告は、ブローカー会社名義での取引に際して、原告は取引までにブローカー会社の事情を調べるべきであったというのである。判決は、「主張されている規則違反が直ちに訴求可能ではない、被告による単なる判断の誤りは連邦法上の講求原因を支持しない、しかし、本件で主張されている事実は破産者の顧客に対する詐欺に匹敵し (tantamount to fraud) 民事責任を生ぜしめる」とした。しかし、「詐欺に匹敵する」という基準は、次の *Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc.*¹³⁵⁾ により受け継がれた。事案は次のようなものである。かなり活発な投資経験のある医師が、被告ブローカー会社の紹介により某投資顧問と投資顧問契約を締結したところ、投資顧問が次第

132) 山下友信「証券会社のブローカー業務」証券取引法研究会国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』(1996年)49頁以下参照。

133) Cf. Assmann, *op. cit.*, p39 ff.

134) 410 F. 2d 135 (7th Cir 1969)

135) 424 F.Supp. 1021(S.D.N.Y)

に投機的な運用をなし、さらには自己の相場操縦にも医師の所有株式を活用して、損害を与えた。ブローカー会社の代表者（これも被告）は、当初は自己自身でも推奨をなしていたが、途中からは投資顧問のなす推奨に従い医師のために取引を執行していたにすぎない。判決は、このような事実関係のもとで、まず過当取引についての責任は否定したが、適合性原則に関する規則違反については、ブローカーの規則違反が詐欺に匹敵する場合には民事責任が発生するとしうえ、「本件においてこの基準に合致するということは、違反が原告に対し詐欺として作用し、かつ被告が詐欺による悪意により行為したことを意味するであろう」とする。そして、詐欺の認められる根拠として、ブローカー会社の代表者は、原告の投資意図を知らず、投資顧問を紹介するときどのようなタイプの投資家かを知らなかったこと、また、投資顧問の詐欺的な運用を知りながら、あるいは無謀に無視して、原告に何らの注意も与えなかったことをあげる。このことから我が国では、アメリカにおいて適合性の原則違反により民事責任が追求できるかという点については明らかでない¹³⁶⁾とされている¹³⁶⁾。

第3章 ドイツにおける投資仲介者の説明義務と目論見書責任理論の展開

第1節 ユニバーサルバンクにおける投資商品販売と説明義務

1、銀行（ユニバーサルバンク）の助言・説明義務

前述のように、我が国の証券会社の不当勧誘に対しては不法行為による解決だけでは不十分な点が幾つかあった。そこで特に我が国において証券会社に顧客に対する説明義務を負担させるための法的根拠についてドイツの議論を参考にして検討する。

またドイツにおける金融制度はユニバーサルバンクなので我が国のような証券会社は存在しない。ドイツではユニバーサルバンクたる銀行が本体で証券業務を行っている。そこでその意味での銀行がどのような法的根拠で顧客に対し助言義務を負っているかを検討する。

136) 山下友信「証券会社のブローカー業務」『証券取引における自己責任原則と投資者保護』50頁以下参照。

まず一番明白なのは、銀行と顧客間に包括的な証券業に関する助言契約 [dynamischen Effektenberatungvertrag] がある場合である¹³⁷⁾。具体的には、財産に関する助言 [Vermögensberatung] や財産に関する管理 [Vermögensverwaltung] を行う契約が包括的に締結されている場合である。この場合には、投資顧問的な銀行の説明助言義務が生じるのは明らかである。なお黙示的にこの契約が締結された場合も含まれる。BGHの判例¹³⁸⁾によると、投資に興味のある顧客に販売をなす銀行またはその他の投資仲介者に広範な説明義務があるとされた。その場合の説明義務とは、「顧客に全ての経済的リスク・及び法的形態のリスクを明らかにする義務である。」この場合にBGHは黙示的な助言契約を認定した。この事案は、社債証券 [Bond-Anleihe] 販売に関するものであるが、更に注目すべきは、黙示的な契約上の助言義務も、顧客の個人的事情及び投資目的を考慮した適切な助言義務でなければならない。その助言の内容は、発行者の信用度に対する疑問及び外国証券に対する相場リスクの指摘を含むものでなければならない。」とした点である。これは適合性の原則を認めたものに他ならない。

問題は、このような契約がない場合である。そのような場合何故銀行は助言・説明義務に関し法的な義務を負うか。銀行が問屋 [Kommissionär] としてHGB 384条1項により説明助言義務を負うと解する説も存する¹³⁹⁾。すなわち問屋は、HGB 384条1項により、通常の商人の注意をもって受託した取引を実行するとともに、その際には委託者の利益を配慮してかつその指示に従うことが義務づけられる。この委託者の利益を配慮する義務は、信義義務 [Treupflicht] と呼ばれる。そしてこの信義義務の一つとして、委託者に適切な助言・説明を与える義務が認められるとしている。そして元来問屋の義務として認められてきた助言・説明義務は、特に証券の売買取引にも拡大されることが判例学説で認められてきた¹⁴⁰⁾。但しその際問屋契約を未だ締結していないときは、説明助言義務は負わなくてもよいことにはないかという批判がある。

更に問屋としての取次委託上の義務と考えると売買契約の場合の助言・説明義務を基礎

137) Hopt.K.J., *Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken* 1975 S.235ff.

138) BGHZ74, 103-106, ZIP 1993 S.1148-1149

139) 山下・前掲論文『証券取引法体系』331頁。

140) Canaris.W., *Bankvertragsrecht* 2, Bearbeitung, 1981., Rdn.1896

づけることは出来ない。そこでより一般的な助言・説明義務の根拠付を行うために、契約締結上の過失という一般則により、契約成立過程における虚偽または不当な助言説明についての責任を認めうる、とする見解も判例法上形成されている¹⁴¹⁾。例えば、商品投資オプション販売の仲介に関して、説明義務が侵害された事例において、BGHは契約締結に際して過失があり、その結果説明義務違反となるという法理を認めた¹⁴²⁾。この問題に関して山下教授によると、契約締結上の過失の一般理論において、一方当事者に説明義務が課せられることは、既にドイツでは確立しているという¹⁴³⁾。

更にこれを拡大して契約成立の前後を通じて統一的な信頼責任として構成しているのが、カナリス教授である¹⁴⁴⁾。カナリス教授によると、銀行と顧客の間には、取引上の接触から信頼関係に基づき、BGB 242条（信義則）による当事者の意思に基づかない債務関係が生じ、その中の保護義務 [Schutzpflicht] の一つとして、顧客は損害を被らないようにする助言・説明義務が認められ、その違反の効果として損害賠償責任が生じている。判例¹⁴⁵⁾によると、ロンドン商品先物オプション販売の事例において、説明義務は、投資仲介者と投資家との間で形成されている「契約前の信頼関係」から導き出され、その説明義務違反は、BGB 826条にいう故意による良俗違反を理由とする不法行為責任を構成する、とされた。

しかしこれに対しては、ホプト教授が、取引の範囲を広げすぎていると批判している¹⁴⁶⁾。そこでホプト教授の理論によると、銀行の投資家に対する説明助言義務は、固有の理論として構成されなければならないという¹⁴⁷⁾。なぜなら売買契約のような給付交換型の契約

141) Vgl.Canaris.a.a.O.,Rdn,1896.

142) BGH,ZIP 1991,S.1207.ff.

143) 山下・前掲論文『証券取引法体系』348頁

144) Vgl.Canaris.a.a.O.,Rdn,1896.なお我が国におけるカナリス教授の信頼責任理論の評価に関しては、山下友信「西ドイツにおける証券投資者保護法理の一面面〔1〕」インベストメント（1982年10月）19頁以下参照。

145) BGHZ 105,S.108-110.

146) Vgl.Hopt,a.a.O.,S.244ff.

147) Vgl.Hopt,a.a.O.,S.244-246.

に他人の利益配慮義務を認めることはできないとしているからである。そこで制定法上の理由としては、ホプト教授はドイツ憲法上の一般則たる社会的な国家原則【Sozialstaatsprinzip】の具体化としての、社会的な弱者である個人投資家に対する投資家保護原則【Anlegerschutzprinzip】に求めるとする¹⁴⁸⁾。つまりホプト教授は、銀行は、顧客との間の銀行契約【Bankvertrag】を通じて、憲法が採用する投資家保護義務を負わされていると考えるのである。注目すべきは、ホプト教授は、銀行契約の存在により銀行の助言・説明義務が根拠づけられるとするが、それは銀行契約は単に私法上の契約ではなく、投資家保護原理を採用する法秩序が銀行に対して具体的義務づけを行うことを正当化するいわば触媒としている点である。

またホプト教授は、もし銀行契約が存しない場合、若しくは預金などの一回的契約しか存しない場合でも、その時の顧客と銀行の間でさえ、投資者保護原理に基づく一種の法定債務に準じる関係を認め、程度は低い銀行に仲介者としての地位から、銀行契約が存在する場合と同様の助言・説明義務を認める¹⁴⁹⁾。そしてそのことにより、銀行が不当な情報により投資を勧誘した場合に限らず、もし銀行が顧客に対して必要な説明助言を与えず、若しくは不正確な助言をしたために顧客に損害を与えた場合には、銀行は顧客である個人投資家に対し、損害賠償責任を負うことになる。ドイツでは後述する灰色資本市場における投資仲介者の責任を追求する際にも包括的な規制法が存在しないため、問題解決は主に一般民事法により、判例を通じて解決されている場合が多い。この点も多に注目されるべきである。その前に助言・説明義務の具体的内容をホプト教授の著作を手がかりとして検討する。

2、助言・説明義務の具体的内容

銀行が顧客に対して、その法的根拠が違うとはいえたとえ顧客との間で包括的な助言契約を締結していなかったとしても、助言義務を負っているのはドイツの判例学説上争いがない。1においてその法的根拠の検討をしてきたので、ここでは助言義務の具体的内容について検討することにする。

148) Vgl.Hopt,a.a.O.,S.219ff.

149) Vgl.Hopt,a.a.O.,S.401ff.

銀行はどの程度助言義務を尽くさなければならないのであろうか。確かにこの義務は、信義則などの一般条項に基づき認められるものでは有るが、だからといって一律に同じ内容の義務を全ての投資家に負うものではない。

銀行はどのような義務を具体的に負うか。ホプト教授によると、具体的な事例においてどのような助言義務が銀行に義務づけられるかを決定する要素としては、①説明の必要性 [Aufklärungsbedürftigkeit] の程度¹⁵⁰⁾、②銀行及び顧客との間の個別的な取り決め [Absprache] の内容¹⁵¹⁾、③取引の継続性などの様々な要素によるお互いの関係の緊密さ [Intensität der gegenseitigen Beziehungen]¹⁵²⁾、④顧客による保護の放棄 [Schutzverzicht] があるか否か¹⁵³⁾、そして⑤銀行がそのような義務を果たすことによる経営上・経済上の負担 [Betriebliche und finanzielle Tragbarkeit]¹⁵⁴⁾の五つが指摘されている。ホプト教授は以上のような5つの要素の相関関係により、銀行の具体的な助言義務の内容が決定されるとする。

確かにこの基準をそのまま我が国の金融機関の顧客に対する説明義務の議論にあてはめるわけにはいかないが、もし金融機関が一時的な不法行為責任ではなく、継続的な取引による契約責任を負担するとしたら、金融機関の契約責任の有無を決定するのにこれらの要素は重要となるであろう。

更に前述の5つの要素により銀行は具体的に助言義務を負うわけであるが、次に銀行がこのような義務を果たす際にどのような行為義務 [Verhaltenspflichten] に従わなければならないかが問題となる。そこでこの点について、やはりホプト教授の分類に従って銀行の

150) Vgl. Hopt, *a.a.O.*, S.414-420.によると、助言の必要性に関して例えば商人とそれ以外のものに分けると、前者については助言の必要性が否定されるのに対し、後者については原則として必要性が肯定される等の違いがある。

151) Hopt, *a.a.O.*, S.420-421.

152) Hopt, *a.a.O.*, S.421-422.例えばある顧客が、相当程度の期間継続して取引がある場合には銀行に強い義務が生じることとなる。

153) Hopt, *a.a.O.*, S.422-425.もし素人が、専門家のような振る舞いで銀行による助言を拒否した場合まで、銀行に高い義務を負わせるものではない。

154) Hopt, *a.a.O.*, S.425-427.

行為義務を考えていくことにする。

まず銀行は顧客に対して真実を知らせなければならないという真実義務 [Wahrheitspflicht] を負っている、という¹⁵⁵⁾。この義務は、事実 [Tatsachen] だけでなく、有価証券の評価 [Beurteilung] に関しても当てはまる。一般投資家は、事実についてだけでなく、ある有価証券の評価に関して何故銀行はそのように評価したかについての説明も必要とすると解すべきだからである。その際に投資家が自分で投資決定を行う際に必要とされる全ての情報を銀行は完全に伝える義務を負うとする。なぜならドイツの資本市場においては、経験の浅い顧客と投資仲介である銀行の間には、市場情報などの点につき著しいアンバランスが生じているからである。

続いて銀行は、②調査・照会義務 [Nachforschung- und Ererkundigungspflichten] を負う¹⁵⁶⁾。これは言い換えると銀行は常に助言者として正確で適切な助言をする義務を負うということである。つまり銀行は助言者として市場の現状について継続的にフォローする義務を負うとしている。

第三に銀行は、③適切な助言をいつでも顧客に与えるために、適切な組織を備えておくべきであるという組織義務 [Organisationspflichten] を持たなければならない¹⁵⁷⁾ と、する。つまり資本市場において圧倒的な能力を持つ銀行は、顧客への助言についても十分な能力のある助言者を自らの費用で設置する義務があるというのである。

そして故意又は過失により前述のような義務に違反した銀行は、顧客である一般投資家に対し賠償責任を負うとされている。その法的根拠はホプト教授によると、前述の憲法上の義務とされている。

以上のように主にホプト教授及びカナーリス教授の見解を中心にしてドイツ資本市場における銀行の助言・説明義務とその具体的内容について検討してきた。次にドイツにおける灰色の資本市場 [grauer Kapitalmarkt] と呼ばれる取引除外の資本取引について検討する。

155) Vgl.Hopt,*a.a.O.*,S.431-436.

156) Vgl.Hopt,*a.a.O.*,S.436-438.

157) Hopt,*a.a.O.*,S.438-440.

第2節 灰色資本市場と一般目論見書責任

1、灰色市場と一般私法理論

周知のようにドイツの金融制度はユニバーサルバンク制であり、銀行が資本市場における市場仲介者となる点に注意すべきである。その際ドイツのいわゆる組織された資本市場 [organisierter Kapitalmarkt] における仲介者たる銀行の責任を考えるだけでは十分でない。なぜならドイツにはフランクフルト証券取引所などの組織された資本市場に一時的にはその規模において匹敵した、いわゆる灰色の資本市場 [grauer Kapitalmarkt] という市場が存在するからである。その市場においては銀行とは別の投資仲介者が存在しており、ドイツの投資仲介者の契約責任の議論を検討する際には、灰色資本市場における投資仲介者の法的責任をも含めて検討する必要がある。しかし我が国においてはドイツの組織された資本市場における投資仲介者である銀行の契約責任についてはすでに論じられているが、他方ドイツの灰色資本市場の研究はあまりなされていない。そこで本稿では、灰色資本市場において最も規模の大きい投資形態であるいわゆる損益通算会社 [Abschreibungsgesellschaft]¹⁵⁸⁾ の及び私的不動産ファンド [geschlossene Immobilienfonds] 法的性質を明らかにしたうえで、その持分販売を仲介した者の法的責任について検討する。なぜならドイツの灰色市場では、制定法が無かったために、投資家保護は主に民事法の領域で判例法を中心に担われてきたからである。それは主に「契約締結上の過失」の法理により展開されてきた。本稿では制定法上の根拠のない「説明義務」を議論するために、同じく制定法のない灰色市場における投資家保護を検討する。

2、ドイツにおける二つの資本市場

ドイツの資本市場は、世界的にも珍しい二つの資本市場に分かれている。そのひとつがいわゆる組織された資本市場である。具体的には三つの証券市場がそれに該当する。即ち公設一部市場 [amtlicher Markt]、二部市場 [geregelter Markt]、及び自由市場 [un-

158) Hopt, K.J., *Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes?* 51.DJT Gutachten G S22ff (以下 Anlegerschutz と略記する。)によると、損益通算会社は様々な形態があるが、特に重要なのは、公開合資会社 [Publikums-Kommanditgesellschaft] の形態のものである。

geregelte Freiverkehr]である¹⁵⁹⁾。公設一部市場は、最上層に位置する市場で、この市場に上場されるためには上場委員会の厳しい審査が必要である。ドイツの大企業や連邦政府等が発行する有価証券はほとんどここで取引される。この市場における取引は、証券会社である銀行による注文を、公認仲立人 [Kursmakler] が取引所で仲介をする¹⁶⁰⁾。この市場に上場された企業は一定の基準に適合したディスクロージャーを要求される。

二部市場は、1986年に証券取引所法 [Börsengesetz] が改正されて創設された市場であり¹⁶¹⁾、1988年5月から正式に取引が開始された。この市場には、公設一部市場の厳しい上場基準と比べると緩和されているが、一定のディスクロージャーの下に特別委員会により承認された株のみが上場されている。この市場における上場コストは公設一部市場より低いが、取次や公定相場の決定を行うのは一部市場と同じく公認仲立人である。

前述の二つの取引所市場とは別に、ドイツでは自由市場と呼ばれる市場がある。この市場での取引は証券取引所で行われるが、電話により取引される市場であり、自由仲介者 [Freiverkehrsmakler] が取次だけでなく、自己勘定でも証券取引を行っている。この市場における取引対象は、他の二つの市場に上場されない株式等が中心であり、その取引も証券取引所で立ち会い時間内で行われる。

以上がドイツにおけるいわゆる組織された資本市場であるが、これとは別に組織化されていないいわゆる灰色の資本市場と呼ばれる市場が発達してきた¹⁶²⁾。この市場に対しては、いずれにせよ、今日に至るまで統一的な特別法による規制はされていない¹⁶³⁾。この市場の市場規模が無視されるほど小さいものであれば問題ないが、1971年度一年間の公開有限合資会社 [Publikums-GmbH & Co.KG] における有限責任社員持分

159) Assmann, H.D. u. Schütze, R. (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts* 2. Auflage, 1997, S.245ff (Assmann).

160) ドイツ証券取引所法 [Börsengesetz] 第30条～第35条参照。

161) ドイツ証券取引所法第71条参照。

162) Vgl. Assmann u. Schütze, a.a.O., S.5ff (Assmann).

163) Vgl. Assmann, H.D., *Prospekthaftung*, 1985, S.75ff.によると、この問題に関して、一度財産投資法 [Vermögensanlagegesetz] という法案がドイツ議会に提出されたことがあったが、廃案となった。

[Kommanditanteil] 販売高は、40億DMを超え、その年に新規に引き受けられた株式資本額を上回るという指摘がある¹⁶⁴⁾。更に1977年までの10年間に公開有限合資会社に投資された資本は、300億DMを超える。このような巨大な市場規模になると決して無視することはできない。

3、灰色の資本市場の歴史的展開

ドイツでは特に個人投資家が株式に対して投資を行わない傾向が歴史的に強い。他のヨーロッパ諸国と比べてもこの傾向は顕著である。例えば1960年には、イギリスの株式所有者数は、約350万人であるのに対し、更に工業化が進展していると考えられていたドイツでは、100万人にも達していなかった¹⁶⁵⁾。このことから個人投資家の投資傾向が理解される。その後ドイツでは、様々な方法で個人の資金を資本市場に投資させようとしてきた¹⁶⁶⁾。例えば自動車メーカーのフォルクスワーゲン社を民営化したり、大銀行は、子会社として投資会社を作り独自の投資信託持分 [Investmentanteil] を販売したりした¹⁶⁷⁾。しかし1960年代に経済発展が継続したにも拘わらず、株式市場は、全く拡大

164) Vgl. Assmann, *Prospekthaftung*, S.75.

なお Bundestag Drucksache 12/5726 S.3によると、詳しい市場規模等のデータに関しては、規制に服しない市場の性質上殆どない。ただ後述するように、灰色市場には詐欺的な投資勧誘が多いので、刑事事件になることが多いが、その被害額から市場規模を推測することは出来る。例えばデュイスブルグという都市を中心にした1991年の投資詐欺事件では、55000人の被害者が約8億DMの被害を受けたという。

165) Raw, Page & Hodgson, *Do you sincerely want to be rich?*, 1971, p.186.

166) ドイツ政府は、数次にもわたる財産投資促進法 [Vermögenanlageförderungsgesetz] を制定し、個人投資家の資本投資の促進を促している。これについては、拙稿「非公開会社における新たな資金調達の可能性について～ドイツにおける参加持分投資信託ファンド [Beteiligungsfonds] を中心として」『信託』181号22頁以下参照。

167) 1950年当時のドイツの大銀行による投資会社設立の状況については、拙稿「ドイツにおける銀行業務と投資信託業務の利益相反について」『証券研究』110巻271頁以下参照。

しなかった。1950年代の終わりに試みに株式に資金を投資した人々は、1960年から1961年にかけての株式の相場価格の約50%近い暴落により、痛手を被った。そこで多くの人々は、1960年代の中頃までは、平均利回り約4%前後の貯蓄預金に資金を預けていた。しかもドイツでは、銀行はユニバーサルバンク制度なので、専門の株式のブローカーがないことも人々の資金を株式市場に向けずに、預金へ向かわせた一因である。つまり預金以外の投資に対して投資家の潜在的なニーズが存在していたのである。

そこに目を付けたのは、IOS社であった¹⁶⁸⁾。IOS社は、1960年代のドイツでは、外国投資会社によるミューチュアルファンド販売には何の法的規制も及ばなかった点に着目して、徹底的な広告及び戸別訪問などによる販売方法で顧客を拡大していった。その結果1969年にはIOS社は世界中で20億ドルを超えるファンド資産を集め、そのうちの半分以上がドイツの投資家が投資をしたものであった¹⁶⁹⁾。

しかしIOS社の営業活動はほとんど詐欺的なものであったので¹⁷⁰⁾、投資家の大多数は大きな被害を被った。IOS社の倒産の後には、多くの投資家が取り残されたが、いずれにせよドイツの投資家が貯蓄預金以外の投資に目を向けるきっかけとなったのがこのI

168) Raw, Page & Hodgson, *op. cit.*, p. 5ff.によれば、IOSとは Investors Overseas Serviceの略である。IOS社は、ベルナルト・コーンフェルト [Bernard Cornfeld] とエドワード・コウエット [Edward Cowett] により、1960年4月9日にパナマで設立されたミューチュアルファンド販売のための有限責任企業である。IOS社は、それまでミューチュアルファンドに興味を全く示さなかったドイツの一般投資家層に、ミューチュアルファンドを販売することにより、資金を集めたものである。しかしIOS社によるミューチュアルファンドの運用は、詐欺に近いものであったので、多数の投資家が被害を被った。IOS事件に関する詳細は、拙稿「ドイツにおける外国投資持分 [Ausländisches Investmentanteil] 販売及び外国投資会社法の制定について—IOS事件を中心として—」『一橋研究』20巻2号95頁以下参照。

169) 筆者は、IOS事件について、ドイツの投資信託会社の業界団体である Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (以下BVIと略記する)に質問をしたが、後日返事の手紙が送られてきた。本文の論述は、その記述による。

170) 拙稿・前掲論文『一橋研究』20巻2号95頁参照。

OS事件であることは、確実にいえる。従ってドイツにおいては灰色の資本市場が成立する契機として、IOS事件が位置づけられている¹⁷¹⁾。

IOS社によりもたらされた投資信託の販売体系は、IOS社の倒産後も生き残り、投信販売だけでなく、投資顧問業などに変化していった¹⁷²⁾。その際IOS社の販売代理人（セールスマン）は、商事代理人、仲買人、投資顧問、投資仲買人等の投資仲介者になったものが多い。

その次に灰色市場に現れたのは、税法上の損益通算を目的としたいわゆる損益通算会社 [Abschreibungsgesellschaft] である。会社損益通算は特別な営業種目をもつ会社ではない。その意義は次の点にある。つまり、それまでは富裕な個人層のみが可能であった未公開企業に対する投資は、損金計上できる点でメリットがあった。後述する公開有限合資会社は、そのメリットを享受できる対象を一般投資家層に拡大したことがその特徴である。公開有限合資会社は損益通算会社の一形態であり、そのほかの形態の損益通算会社も存在する。

その後には私的・非公開不動産ファンドである¹⁷³⁾。これは一定の範囲の投資家から集めた資金を、土地を中心とする不動産に投資をし、その収益を持分に依じて投資家に分配するものである。なお投資先は不動産に限定されずに、一定の商品や石油採掘などにもむけられていた点で、通常の不動産投資信託 [offener Immobilienfonds] とは異なる¹⁷⁴⁾。なおその他に各種の私的ファンド¹⁷⁵⁾もその要素として挙げられているが、規模としては小さい。

171) Vgl. Assmann, *Prospekthafung*, S.12-13. なお Hopt, *Anlegerschutz*, S.22ff.によると、IOS事件に限らず外国株式や外国ミューチュアルファンドのなどの有価証券販売全体が、いわゆる灰色の資本市場の先駆けであると評価されている。

172) Assmann, *Prospekthafung*, S.13

173) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.25.

174) 通常の不動産ファンドに関しては、投資会社法 [Kapitalanlagegesellschaftengesetz; KAGG] 第26条以下を参照のこと。なお BVI, *Investment 94*, S.68によると、現在では、投資信託方式による不動産投資に関してはドイツが約440億DMとなり世界最大である。

175) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.25-26.

以上のように、ドイツの灰色市場はミューチュアルファンドを中心とした外国株式等の有価証券の販売、公開有限合資会社による有限責任社員持分販売などの要素により構成されている。その規模及び影響力が一番大きいのは、公開有限合資会社による有限責任社員持分販売である。

4、損益通算会社の出現の契機とその法的構造

1960年代後半のドイツでは、徐々にではあるが、一般投資家は投資先として銀行の貯蓄預金だけでなく、他の有価証券への投資を考慮し始めた。特に1968年及び1969年には、一般投資家が有価証券に投資をする割合がかつてなく増大した¹⁷⁶⁾。しかし1970年になるとこの状況が一変した。1970年に株式市場及び債券市場が暴落したのである。更にIOS事件等の影響で外国投資信託販売も振るわなくなった¹⁷⁷⁾。しかし一方で1970年度のドイツ国内の預金高は0、7%しか伸びていない¹⁷⁸⁾。ではその資金はどこにいったのであろうか。他方、損益通算会社の有限責任社員持分販売は、1971年には、40億DMになったと推定されている¹⁷⁹⁾。

それでは損益通算会社とはどのような会社であろうか。損益通算会社の法形態を検討すると、それ自体は幾つかの種類はあるが、公開有限合資会社の形態をとる場合が多い。その内部構造を検討すると、無限責任社員はあらかじめ設立されている有限責任会社 [Gesellschaft mit beschränkter Haftung] であり、同時に有限責任社員は有限責任社員持分

176) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.22. なおドイツ連邦銀行の1969年度末報告 [Jahresendstände] によると、長期の私的資金投資 [Geldanlage von Privaten] の残高は貯蓄預金1840億DM、住宅貯蓄銀行預金 [Bauspareinlage] は330億DM、生保及び年金共済金庫債券600億DMそして有価証券は、約1000億DMとなっている。1969年末で約3770億DMにのぼるこの長期の私的資金投資の中では、有価証券の投資が約四分の一以上になる。

177) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.22-23.

178) Bundestag Drucksache 12/5726 S.2ff.

179) Hopt, *Anlegerschutz*, S.23.

[Kommanditeinlage]を購入した一般投資家である¹⁸⁰⁾。この際一般投資家は、当然のことながら自らの出資分を上限として有限責任を負う。最も重要な点は、この際に有限責任社員持分に投資した投資家は、所得税法15条にいう共同企業者[Mitunternehmer]と評価されることである。その結果当該企業の損失が投資家の出資額に応じて分配され、その損失が個々の投資家のいわゆる負の資本勘定[negatives Kapitalkonto]として評価されることにより、個々の投資家は他の収入と合算して損益通算をすることができる¹⁸¹⁾。

ではなぜ合資会社という会社形態の選択がなされたのであろうか。それは合資会社という人的会社[Personengesellschaft]の有限社員社員持分に投資した投資家が「共同企業者」として認識されることにより、投資家が有限責任社員として損失配分の受取人[Adressat]と評価されるからである、と一般的に解されている。これに対し、学説上一般投資家を「共同企業者」と解することに異論がなかったわけではない。例えばホプト教授は、二つの点で前述の解釈は当然のことではないと批判している¹⁸²⁾。つまり、それは一方で投資家に社員としての利得獲得の意図[Gewinnerzielungsabsicht]があるか疑わしい。他方で一般投資家に対し、通常の合資会社における有限責任社員に対するのと同一の負の資本勘定の許容に疑問があるという点である。このように学説では、損益通算会社の有限責任社員持分に対する投資家を「共同企業者」と税法上評価することに必ずしも全面的に賛成であったわけではないが、いずれにせよ実務上はそのように扱われていたのである。

180) Bundestag-Drucksache 12/5726 S.1ff. なお村上淳一『ドイツ法入門』(1991年)138頁以下は、「ドイツでは物的会社[Kapitalgesellschaft…株式会社、有限会社、株式合資会社]が人的会社の社員となることは、珍しくない。例えば有限合資会社[GmbH&Co.KG]は、有限責任のメリットと人的会社に対する税法上の利点を組み合わせたものである。また匿名組合に於て、有限会社が営業者となる場合もある。」としている。

181) Bundestag-Drucksache 8/3648 S16によると、ドイツ所得税法第15条1項2号により合資会社の社員が営業上の共同企業者とみなされた場合、その企業の営業収益を自らの出資額に比例させて自分の他の利益若しくは損失と合算して計上可能となる。なおこの点に関する税法上の問題には、後日改めて検討を加えることにしたい。

182) Hopt, Anlegerschutz, S.31.

損益通算会社の法形態としては合資会社のほかに、同じく人的会社である匿名組合と有限会社が組み合わされている匿名控除組合[*stille Abschreibungsgesellschaft*]も存在する¹⁸³⁾。近年多く利用されているのは、匿名組合と投資ファンドを組み合わせたものである。また非典型の匿名組合[*atypische stille Gesellschaft*]¹⁸⁴⁾という法形態を利用することも可能である。非典型の匿名組合とは、一般投資家である複数の組合員が、直接損失割当[*Verlustzuweisung*]を取得するために、営業主と統一的な契約により一元的に結合するものである。そしてそのことにより投資家は同じく人的会社における「共同企業者」と評価されることになり、税法上その損失を自らの収益と通算することができるのである。このように損益通算会社とは、数種類の開人人的会社(組合)[*Publikums-Personengesellschaft*]というスキームを用いることにより、税法上個人投資家に損益通算をさせることを目的とした会社(組合)のことである。

この投資方法では、発起人等が前払いした税金が、当該会社が損失を計上することにより、利息を付けて返還されることにより、投資家に分配されることはあるが、それ以外は基本的に節税の可能性が投資の目的であるといえる。もちろんその会社が順調に営業していれば、有限責任社員である投資家に配当が分配されることも投資家の目的であるが、むしろ節税の方が関心が高い。この投資方法のメリットの一つは、投資家は有限責任社員であるから、出資額以上の責任は負わないが、一方で投資家は「共同企業者」として当該企業の損失が割り当てられる点である。そして自らの収入と損益通算するのである。

ではこのような投資は、1970年代になって初めて開始されたものであろうか。損益通算会社の原理そのものは、既にそれ以前からあった。その萌芽がみられるのは、ベルリン地域での投資である¹⁸⁵⁾。周知のように旧西ドイツでは、西ベルリンと旧西ドイツとは地理的に離れていた。従って西ベルリンへの投資に関しては地理的・政治的な特別のり

183) Hopt, *Anlegerschutz*, S.31ff.

184) ドイツでは我が国に比べて匿名組合という法形態を利用することが遙かに多い。典型的な匿名組合[*typische stille Gesellschaft*]と非典型の匿名組合の区別については、拙稿「非公開会社の新たな資金調達の可能性について—ドイツにおける参加持分投資信託ファンドを中心として—」『信託』181巻25頁以下。

185) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.28-29.

スクが存在していたといえる。そこで例えば1959年ベルリン促進法 [Berlinerförderungsgesetz] は、政治的リスク及び不利な地理的条件にも拘わらず敢えてベルリンに投資をした投資家に、特別控除 [Sonderabschreibung] の形式で、税法上の特典を与えた。

他方投資家の側でも、自らの投資額を損失として計上することができる¹⁸⁶⁾。ドイツでも所得が上がり上がるほど累進税率が上昇するので、高い所得者層にとって損失を伴う投資は、税金対策上メリットがあった¹⁸⁷⁾。この税法上の特典は、1970年代には主に富裕層のみが享受していたが、しかし会社の法形態の利用で一般投資家も利用が可能になった¹⁸⁸⁾。

このように税法上の損金計上を目的とする投資は、損益通算会社という法形式により一般大衆に広められたが、この際これらの投資を仲介したのは、銀行ではなく個人や法人の投資仲介者であった。問題はこれらの会社や投資仲介者に対し、組織された資本市場における規制が適用されなかったことである。従って一般私法による解決方法しか存在しなかった点が特徴的である。

5、損益通算会社に対するドイツ政府による対応の失敗と投資家保護上の問題点

ドイツ政府は、前述のような損益通算会社に対する一般投資家による投資を決して好ましいものと思っていたわけでない。実際は様々な方法でこのような税法のメリットに導かれた投資を規制しようとしていたのである。

まず1971年の税法改正委員会 [Steuerreformkommission] で明確に改正の必要性が宣言されたが、その後しばらくは何の具体的な措置はなされなかった¹⁸⁹⁾。その後連邦大蔵大臣は、損益通算会社に対して1975年4月10日付大蔵大臣通達 [Bundesfinanzverwaltungspraxis] の変更により対処しようとした。それにより損益通算会社は、もはや法人税務署 [Betriebsfinanzamt] が発行するいわゆる損失証明 [Verlustbescheinigung] を受け取ることができなくなった。それ以前は、損益通算会社は法人税務署に損失がでている

186) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.29.

187) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.29.

188) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.29-30.

189) Hopt, *Anlegerschutz*, S.37.

ことを認めてもらい、その際損失証明を発行してもらうことが可能であったし、実務上は損益通算会社は投資家獲得の営業のために損失証明を利用することが多かった。そこで投資家は、損失証明を用いることにより、投資家が自らの収益とその損失を通算したり、税務署から還付金を受け取るという名目でいわば配当を受け取ることすら可能であったのである。しかしこの通達変更によりそのような損失証明を受け取ることができなくなり、その結果投資家が税金の還付を受け取るとは、容易ではなくなった。

しかしそれだけでは不十分であったので、ドイツ政府は1980年8月20日の所得税法等改正法により、所得税法15a条を設け根本的に損失調整について対応しようとした¹⁹⁰⁾。しかし結果的に所得税法15a条によっては完全に損益通算会社を制限することはできず、むしろ通常の合資会社の方が打撃を受けるという結果になった。現在でもこの状況は基本的に変わっていない。以上のように立法措置では殆ど損益通算会社を規制することができなかった。

更に損益通算会社の有限責任社員持分販売に関して、幾つかの投資家保護上の問題点が指摘されている。

まず第一に指摘されねばならないことは、損益通算会社の有限責任社員持分販売は組織された資本市場で行われていないので、特別法上の規制が及ばないことである。言い換えるとその持分販売に関して民法及び商法の一般規定を超える具体的な保護がないことが指摘される¹⁹¹⁾。なぜなら投資信託販売に関する仲介者の責任について投資会社法 [KAGG] や外国投資会社法は、組織された市場における有価証券や土地及び地上権などに対するファンドで連邦大蔵省に登録されたもののみを対象にしているにすぎないからである。

第二に挙げられるのは、主に合資会社という形態で存在する損益通算会社内部における

190) Tipke u. Lang, *Steuerrecht* 14. Auflage, 1994 S.219.によると、その立法目的はいわゆる損益通算会社を念頭においた損失調整 [Verlustausgleich] 禁止と、損失控除禁止 [Verlustabzugsverbote] といわれている。立法者の目的は、過度に借金を背負うことにより納税義務に影響を与えるような調整 [Ausgleich] を許可しないことである、とされている。この問題の税法上の評価についても詳しくは後日再検討したい。

191) Hopt, *Anlegerschutz*, S.31ff. なおこの問題の検討は、第4章で行う。

有限責任社員たる一般投資家の権利保護の問題である¹⁹²⁾。具体的には、一般投資家は合資会社における無限責任社員たる有限責任会社と出資に関して参加契約を締結するが、この契約は契約自由の原則が完全に妥当する全くの任意で行われた契約となり、弱い立場である一般投資家に対し公益保護の観点からの規制が及ばないことが最大の問題である。投資家の権利保護に関し特に重要なのは、有限責任社員たる投資家の意思を当該公開有限合資会社運営にどう反映させていくかである。しかし実際は公開有限合資会社の業務執行に関しては、無限責任社員たる有限会社が単独で行い、有限責任社員の意思は全く考慮されない。なぜなら有限責任社員は通常参加契約により監視権等の自らの権利を信託的に受託者 [Treuhand] (通常は無限責任社員) に委託しているからである。単に投資に対する利回りだけを問題とし、同時に業務について何も理解をしていない投資家は、特に業務の監督権、経営方針の選択権、及び会社全体の運営に関する自らの権利を信託的に譲渡していることが通常だからである¹⁹³⁾。このことはしかし個人投資家が外部的には有限責任社員として認識されるのを望まない場合には、投資家の意思に合致する。この場合には、投資家は自らの意思により自分の持分を信託譲渡しそれにより受託者が商業登記簿に登録されるのである。しかし投資家は同時に無限責任社員に対する監視権を放棄することになる。このように投資家に実効性のある利益代表がいないと、投資家による無限責任社員の監視を徹底できない。

第三に挙げられるのは、投資家には自らの持分の換金の可能性が極めて少ないことである¹⁹⁴⁾。言い換えると有限責任持分についての二次的市場が欠けているともいえる。もし投資家が自らの投資を現金化する場合には、損失分配されないことになり、その結果再課税 [Nachversteuerung] される場合も考えられる。また中途換金は自分で買い手を見つけなければならず、しかし仮に投資家が自ら買い手を見つけた場合でも、投資家は、自らの投資元本以上で売却することは期待できないであろう。

第四に指摘できるのは、損益通算会社の経営に、初めから通常営業をすることを意図し

192) Hopt, *Anlegerschutz*, S.22-23.

193) Assmann, *Prospekthaftung*, S.79-80.

194) Hopt, *Anlegerschutz*, S.33.

ていないものが、介入してきたことである¹⁹⁵⁾。ある経済紙によると有限責任社員持分販売の広告が一〇あればそのうち七つは虚偽の会社設立であるとしている。この点は投資家保護上大きな問題である。このような広告を信頼して取引に入った一般投資家の保護の問題に関しては、第4節で具体的な判決を題材にして検討することにする。

最後に五つめとしては、例えば前述のように投資家が投資をした直後に当該損益通算会社が破産をしてしまった場合、事後課税が課せられることがあるなど、有限責任社員持分販売時に損益通算会社の構造的な説明を加えていないことが挙げられる¹⁹⁶⁾。そのような場合投資家には最初に期待した利得を得ることができないことがあり得る。この点も投資家にとっては大きなリスクといえるだろう。続いて灰色資本市場において、損益通算会社の持分販売と並んで影響力のあった私的非公開不動産ファンド [geschlossene Immobilienfonds] について検討する。

第3節 私的非公開不動産ファンドの法的性質

1、個人投資家と私的非公開不動産ファンド

歴史的には、1959年にドイツでは、初めてリスク分散の原則に基づいて設立された不動産ファンドがつくられた¹⁹⁷⁾。その同年最初の私的非公開不動産ファンドもつくられた。その後1965年頃から私的非公開不動産ファンド設立のブームが来たが、しかし何といても本当にブームといえるのは、1970年からである。

このファンドに流入してきた資金は、前述のようにIOS危機により外国投資持分販売から流れ込んできたものであり¹⁹⁸⁾、このように投資家は銀行の貯蓄預金以外の投資先に投資する傾向は続いたのである。更に1970年前後は、インフレが続いており、しかも株式市場や公社債市場もIOS事件の影響などによりあまり順調ではなかったので、投資家は価値が安定している不動産に投資をしようとしたのである。

ところで税法上私的非公開不動産ファンドは以下の点で損益通算会社と容易に区別され

195) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.35.

196) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.37.

197) Hopt, *Anlegerschutz*, S.38. ff.

198) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.39

る¹⁹⁹⁾。すなわち原則として投資家は(税法上)共同企業者として取り扱われたいという点である。つまりは、不動産ファンドにおける出資による収益は、賃貸及び有益賃貸 [Verpachtung] からの収入であって、営業収入ではないという点である。しかしそれは単なる形式的な基準に過ぎない。というのは、非公開会社に関しては、同じ種類の特別減価償却の利用は、損益通算会社のそれと同じように可能であり、近年実務では利用されてきたからである。典型的にはしかし、それぞれの建築主にとって通常の未払いの利回りは建築完成後打ち切りとなる。通常の減価償却の可能性は、投資家自身が不動産の所有者として税法上評価されるか否かにかかっている。この点は非公開の不動産ファンドの全ての形式に関して当てはまる。投資家は、建築物完成後最初の年に現金の配当支払い [Barauschüttungen] を無税で受け取ることができる。この際毎年減価償却は減少するが、広告費、管理費用及び利息は、収入を超える。ここでもまた間接金融などの外部金融により資金調達をすることも、税法上好都合である。なぜなら減価償却費は、自己資本に限定されないからである。税法上の利得は、原則として税法上の徴税猶予 [Steuerstundung] の場合のみ存在する。

この投資に対しても、投資家の投資決定に最も大きな影響を与えたのは、やはり税法上の特典であった。その原理は、損益通算会社の原理と同様であるが、投資家から集められた資金により不動産が取得される。その際に不動産に関しては、特に建物の場合、一定年月に分けて減価償却が認められる。当該不動産からの収益は、それらの費用を差し引いた額が当該年度の収入として認められるわけであるが、もし費用の額が多ければ、それだけ収入として課税される額が少なくなる。私的非公開不動産ファンドも、結局は人的会社への投資という所得税法上の規定を利用し、税法上優遇された配当を得ることを目的としたものである。

特にそれらの投資は、高い所得を持ち高い累進税率を課せられている個人投資家層にとっては、特に魅力的であったに違いない。それと同時に無税の配当支払いと場合によってはなお仲介された付加的損失割り当て [Verlustzuweisung] は一時的に私的非公開不動産ファンドの申込者の利益に当たる。それは非常に高い累進税率を課せられた投資家にとっ

199) Laux.u.Ohl, Grundstücksinvestment -Die offenen Immobilienfond-, 1988 S.123 -124.

て特に重要である。その点は以下のような表現で指摘されている²⁰⁰⁾。「投資家にとって私的非公開不動産ファンドの五%の無税の配当は他の資本投資の一〇%の利回りに相当する。」と。

また特に税法上の効果を更に高めるために非公開不動産ファンドは五〇%かそれ以上の額の他人資本により調達することにより活動した²⁰¹⁾。その他人資本とは、抵当の形で受け入れたり、ファンド計画の融資とされたものである。自己資本だけでなく、他人資本により運営されたファンドの目的物の一部は、税法上減価償却されるので個々の申込者にとっては相当の範囲で税法上の効果を高めることができる。しかしながら租税節約【Steuerersparungseffekt】の効果は、所得税だけでなく財産税にも与えられる。その理由は、目的物の課税標準価格の算出に関して資産の部として評価され、課税の純財産【nettovermögen】の確認の際には、全ての債務が差し引かれるからである。具体的には一九七四年には、不動産には、著しく低い課税標準額が用いられ財産税額としてマイナス価格が生じることも珍しくはなかった。その結果非公開不動産ファンドの持分証券の取得による申込者は、この財産価格を財産税上【vermögensteuer】無税とすることではなく、申込者の他の財産に対する税法上の負担を軽減させることすら可能である。

このような税法上の効果を高めるために、それぞれの会社は、外部資産を増やそうとして借入金を増加させた。このことも税法上「費用」の額を増やすためには有効であった。しかしこれは前述のようにファンド財産の目的物に抵当権等の担保物権を設定していたので、そのため当該目的物を適正な価格で譲渡することは難し【notleidend】かった²⁰²⁾。

1974年度のいわゆる組織された資本市場における公開不動産ファンド²⁰³⁾は、約26億DMであるが、非公開不動産ファンドのファンド財産の合計は約25億DMとされて

200) Laux, u. Oehl, a. a. O., S. 124-125.

201) Vgl. Laux, u. Oehl, a. a. O., S. 124-125.

202) このファンドは、通常銀行の子会社である投資会社【Kapitalanlagegesellschaften】によりマネージされ、投資会社法【KAGG】により規制されている投資信託のことである。不動産ファンドの詳細に関しては、拙稿「不動産共同投資と投資信託」『信託』189号20頁以下参照。

203) Hopt, Anlegerschutz, S. 39.

いる²⁰⁴⁾。この私的非公開不動産ファンドに対しては、約73000人以上の投資家が、平均約3万DMの投資をしたと見られている。それに対して資金の供給を受ける私的非公開不動産ファンドの方は、1974年9月30日までに約260のファンドが成立した。それらのファンドをマネージしていた会社は36であったが、上位6社が約3分の2のファンドをマネージした²⁰⁵⁾。その後の資料によると、私的非公開不動産ファンドは1984年の50億DMの持分が販売され、外部資金の請求権の下で143億DMが投資された、という²⁰⁶⁾。

またこれらのファンドは、投資家により投資された資金を用いて取得した不動産を担保として²⁰⁷⁾、また新たな資金を調達した。これは自己資産と評価される投資家から投資された資金に比べ、不動産人気と相俟って同額かそれ以上の資金を集めていたとされる。この点も重要である。しかし私的非公開不動産ファンドも税法上の控除を得ることを大きな目的の一つとしていたので、前述のドイツ政府の対応及び不動産業界全体に不況になったことなどから1975年頃は収益が大幅に低下した。

当然のことながら私的非公開不動産ファンドも常に投資家の期待に応えられたとは限らない。それどころかむしろ期待を裏切ること多かつた。しかし損益通算会社ほど投資家に被害が出なかったのは、不動産の受託者として銀行が関与することが多かつたこと、及び詐欺的な提供の申し出が少かつたなどの理由によるであろう。

しかしながら私的非公開不動産ファンドには、リスク分散の法則が妥当しないなど特別の制定法がないことによる投資家の不利益が生じていたこともまた事実である²⁰⁸⁾。つまり前述の損益通算会社の持分販売と同様な投資家保護の問題が生じていたのである。私的非公開不動産ファンドは、また大きく合資会社型と共有持分型 [Bruchteilsigentümer] に分けられる。以下でその法的性質に関して検討する。

204) Hopt, *Anlegerschutz*, S.38.

205) Laux u. Oehl, *a. a. O.*, S.125.

206) Hopt, *Anlegerschutz*, S.38ff.によれば、主に取得した不動産に抵当権を設定して、銀行等から融資を受けたものである。

207) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.22ff.

208) Hopt, *Anlegerschutz*, S.22ff

2、私的非公開不動産ファンドにおける合資会社方式と共有持分方式

前述のように、私的非公開不動産ファンドと呼ばれる投資形態には、幾つかの法形態の投資媒体が存する²⁰⁹⁾。中でも最も多く用いられるのが企業的な方法〔gesellschaftliche Lösung〕による合資会社形態の不動産ファンドであり、その次に多く用いられるのは信託的な方法〔treuhand Lösung〕による共有組合形態〔Bruchteileseigentum-Gesellschaft〕である。比率的には前者が約6割、後者が約4割弱である。またその他に民法上の組合〔BGB-Gesellschaft〕として組織される場合も約3%あるといわれている²¹⁰⁾が、その場合は非常に希である。それらの法形態を区別するポイントは、投資家自身が税法上その不動産の所有者と評価されるか否かである。その点を中心に、以下で具体的に検討する。

まず合資会社形態によると、基本的な仕組みは、損益通算会社のそれと同じである。確かに私的不動産ファンドと損益通算会社では税法上の取り扱いは異なるが、実務上殆ど同じである²¹¹⁾。まず合資会社は、別に設立された有限会社が当該合資会社の無限責任社員となることが多く、その際有限責任社員はその会社に投資をした一般投資家が自分の出資割合によりなる場合が多い。前述したように問題は、損益通算会社の収益は一般の営業収入であるのに対し、私的非公開不動産ファンドである合資会社はの収益は、基本的に所有する不動産の賃貸収入及び利益賃貸である点である。この点を厳密に解せば、この合資会社に投資をした投資家は所得税法にいう共同企業者に当たらないことになる。投資家は、その際有限責任社員として直接又はたいていは銀行である信託者の匿名有限責任社員〔Unterkommanditisten〕として合資会社に間接的にのみ出資をする。

その際に重要な点は、誰が税法上土地所有者と評価されるかであるが、実際土地登記簿には、合資会社が所有者として登記されている。その際商業登記簿には、社員（組合員）は、相対的商人〔Sollkaufmann〕と登記されている。持分などの投資家の権利は、例外的にいわゆる住宅所有証券〔Hausbesitzbriefen〕又は住宅貯蓄証書〔Bausparbriefen〕に化体される場合があるが、大部分は単なる領収書のようなものが投資家に交付されるに過ぎな

209) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.22ff

210) Hopt, *Anlegerschutz*, S.38-39.

211) 第3章第2節を参照のこと。

い。

他方共有組合方式の方は、別名ケルナーモデル [Kölner Modell] ともいわれる²¹²⁾。これは基本的に投資家から集められた資金により投資された不動産は、持分者に共有されるという法形態である。しかし実際には、投資家は、持分者組合 [Bruchteileigentümergeellschaft] を設立し、自らの持分を信託的に組合に譲渡している。更に実際はファンドをマネージする会社が存在し、投資される不動産を決定する権限を実質的に有しているが、形式的には所有者は完全に投資家である持分者である。この際土地登記簿には、組合が土地所有者として登記されていることもあるが、ファンドのマネージ会社が信託的持分者として登記されることもある。この場合には、投資家は自らの権利の保持のために信託的譲渡の仮登記をしていることが多い。しかしこれは、通常一定のファンド財産が集められた後で最初の不動産が取得され、それを担保に金融機関等から融資を受けその担保として取得した不動産に抵当権等の担保物権が設定、登記された後に行われることが多い。そうしないと担保価値が下落するからである。この形態を採用する利点は、合資会社形態と比べて、一定期間経過前に住宅貯蓄預金証券などを取得可能だからである²¹³⁾。他方合資会社形態は、税法上の利得を得るために、投資目的物の対象及び取得時期が制限されていて、その期間を経過するまでは、当初の不動産以外のものを取得することはできない、とされている。

以上が基本的な枠組みであるが、その違いを明確にするために、具体的に幾つかの点について検討することにする。まずリスク分散に関してであるが、両形態ともこれは基本的に当事者間の契約にのみ拘束される。逆にいうと、当事者の取り決め以外は、何によっても拘束されない。しかし実務上は、目的別、地域別により最低限のリスク分散は図られているが、投資家保護上は十分でない²¹⁴⁾。

続いて両者の税法上の取り扱いについて検討する²¹⁵⁾。まず両者に共通なのは、合資会社及び組合であるから、人的会社 [Personengesellschaft] として法人税に関するの税義務

212) Hopt, *Anlegerschutz*, S.22-23.

213) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.38-39

214) Laux. u. Ohl, *a. a. O.*, S.126ff.

215) Vgl. Laux. u. Ohl, *a. a. O.*, S.129.

はない。それに関連して営業税 [Gewerbesteuer] に関した問題については、これらの人的会社の活動は不動産の賃貸及び用益賃貸並びに売却が主な活動であるから、通常これらの活動は営業とは評価されない。しかし業務管理をしている有限会社に対し営業税が問題となる可能性がある。続いて財産税 [Vermögenssteuer] に関しては、基本的に非課税 [befreit] であるが、持分者が自らの持分を売却するときに課税されることがある。

以上の点は両者とも共通であるが、不動産取得税 [Grunderwerbsteuer] については、扱いが異なる²¹⁶⁾。即ち合資会社方式においては、投資家が有限社員持分を取得しても対象となる土地に対して自分の持分は認められないので、不動産取得税は、課税されない。それに対し、共有組合の方は、それぞれの投資家に対象目的物に持分が認められるため原則的に不動産取得の時には、不動産取得税が課せられる。このように両者は、不動産取得税の扱いに関しては、根本的に異なる。

次に住宅貯蓄預金の取り扱いであるが、これに関しては前に若干言及したが、ここで改めて検討する。これはつまりファンドの対象物として不動産ではなく、住宅金融会社が発行する有価証券を取得できるか否かという問題である。税法上の理由により、特別減価償却 [Sonderabschreibung] を利用するために、ファンド財産の対象として有価証券を取得することは、禁止期間経過前は原則的に不可である²¹⁷⁾。その原理は、合資会社方式には原則あてはまるが、共有組合方式に関しては、禁止期間経過前であっても、減価償却の認められる限度内であれば可能である。しかしその対象は、住宅貯蓄預金 [Bausparguthaben] に限定される。このように両形態では、取得の対象物に関しても違いがある。

更に通常ファンド財産により取得された不動産は、マネージする会社ではなく、別の受託者が管理をする²¹⁸⁾。たいていの場合受託者は銀行になるが、それ以外の法人が受託者となることも可能である。合資会社形態では、通常会社の定款に従い有限責任社員に帰属する権利を受託者は委託者の利益になるように行動する。信託者と受託者の間の委託契約は、任意に締結される。それに対して共有組合方式は、あくまでも持分者が権利者なので、委託者の意向がより強く反映される。通常は、信託契約は、一種の営業処理契約 [Ge-

216) Vgl. Laux u. Ohl, a. a. O., S. 129.

217) Laux u. Ohl, a. a. O., S. 128-129.

218) Laux u. Ohl, a. a. O., S. 128.

schäftsbesorgungsvertrag]である。受託銀行は、一定の限られた機能しか持たない。つまり預金の解除、登記の管理、譲渡仮登記の管理に限定されている。

最後にファンド財産の検査及びディスクロージャーであるが²¹⁹⁾、これに関して問題点は、投資家の要求として当該会社及びファンドの目的物の検査がどの程度可能かという点である。これは、両形態ともに投資家がそれを要求することが可能である点で一致するが、誰がイニシアティブを取るかで差異が生じている。即ち合資会社方式では、管理者たる無限責任社員が主体となって当該合資会社の決算という形でしか公表されない。それに対して共有組合方式は、あくまで投資家が持分者なので、委託者たる持分者が検査をするか否かを決定する。但し検査を実行するときは、その費用は組合が負担することになる。

以上のように私的非公開不動産ファンドには、大きく分けて二つの法形態が存在し、それぞれに特徴を有していたが、しかしながら最も投資家保護に関して重要な点は、私的非公開不動産ファンドを規定する制定法による規制がないことである。従って見てきたような特徴があってもあくまでも一般民事的な規制の対象しかならない。この点は投資家保護にとって非常に問題があるといえる。そこで項を改めて組織されて市場における制定法(KAGG)により規定された不動産ファンドと私的非公開不動産ファンドを比べることにより、このファンドの制度的な問題点を指摘することにする。

3、私的非公開不動産ファンドに関する投資家保護上の問題点

私的非公開不動産ファンドに比べ、KAGG²²⁰⁾の適用を受ける公開不動産ファンド²²¹⁾は、投資家保護に関しては様々な点ですぐれている。例えばリスク分散に関しても、最低10以上の不動産を取得し、しかも税法上の控除を目的としていないので、有価証券を特別財産として取得することも可能である²²²⁾。建築中の不動産及び外国の不動産はそれぞ

219) Laux.u.Ohl,a.a.O.,S.128-129.

220) KAGGとは、Kapitalanlagegesellschaftengesetzのことであり、投資会社法と訳される。その詳細に関しては、拙訳「投資会社法・外国投資会社法」『証券研究』第110巻281頁以下参照。

221) KAGGの第4章第24条以下が不動産ファンドについて規定している。

222) Vgl.Laux.u.Ohl,a.a.O.,S.128.

れに10%又は20%をとりきめなければならない。住宅地商業地及び混合地を取得することができる。また投資家の有する持分価格に関しても持分証券の発行及び返還価格は、毎日刊新聞に公表され、投資家は自由に自らの持分を売却することができる。特に目的物の不動産価格に関しては、独立の専門家委員会はKAGG 32条に従い毎年1回あるいは特別の機会にファンドの目的物並びに買取及び売却価格を評価する。

続いて、損益通算会社による投資に関しても言及したが、私的非公開不動産ファンド投資家には自らの持分を自由に売却できない²²³⁾。既発行持分に関する市場または持分証券の流動性がないからである。この点公開不動産ファンドの持分に関しては、投資会社が日々の価格で買い戻す義務がある²²⁴⁾。また税法に関して特に言及しておかなければならないことは、不動産取得税は、投資家が持分証券を購入した時点ではいっさい生じない点である。

公開不動産ファンドの構造を簡単に説明しておく、投資会社は、自らに払い込まれた資金を自己の勘定とは別に特別財産を形成する。投資会社は特別財産の勘定で不動産に投資をする。そこから生じた権利は、持分証券に化体される。特別財産の対象物は、ファンドの所有となる。受託銀行が不動産の状態を監視し、その特別財産に属すべき資金及び有価証券並びに不動産を管理する²²⁵⁾。

またKAGG 19条により、約款 [Vertragsbedingungen] の内容や、契約締結時に交付すべき義務について規定されている²²⁶⁾。また投資会社が実際にKAGGを遵守しているか否かに関しては、連邦銀行監督庁 [Bundesbankaufsichtamt] の監督が及ぶ。更に目論見書に関して虚偽の記載をした場合に、投資家は、投資会社だけでなく、その持分を販売したもの等に対しても、その責任を追及することが認められている²²⁷⁾。このような保護が灰色市場における投資家に及ばない点が、投資家保護上大きな問題である。投資信託販売

223) Vgl. Laux u. Ohl, a. a. O., S. 126.

224) ドイツではオープンエンド原則を採用しているためである。拙稿「ドイツにおける銀行業務と投資信託業務の利益相反について」『証券研究』第110巻262頁参照。

225) Vgl. Laux u. Ohl, a. a. O., S. 126.

226) KAGG第2条及び第15条参照。

227) KAGG第19条及び第20条参照。

には、見てきたように、特別法による目論見書責任が規定されており、この点で明文がない一般目論見書責任とは異なる。

このほか灰色資本市場には、別の形態の投資も存在するが、その規模は極めて小さく、更にその法的性質も構造上私的不動産ファンドに類似をしており、または当該ファンドの投資対象に一部投機的な商品や美術品が含まれるだけなので、ここでは取えて詳しい検討は行わない。

このように私的非公開不動産ファンドには、組織された市場における公開不動産ファンドと比べ、投資家保護の点で大きな問題があることが指摘できる。また私的非公開不動産ファンドに限らず灰色資本市場に取り込まれている投資商品の流通に関して、特に投資家にとって問題なのは広告目論見書 [Werbeprospekt] を用いた詐欺的な投資提供に対して、その販売者に対して自らの投資した資金を返還してもらうことである。

このように損益通算会社及び私的非公開不動産ファンドの持分販売に関しては、いわゆる組織された市場での取引ではないために、投資家保護のための具体的な規制が欠けていた。そこでは包括的な制定法による規制がなされていないために、投資家保護問題の解決には、判例理論が大きな役割を果たしている。そこで次節ではその判例法を検討することにするが、特に詐欺的な投資勧誘に対する投資仲介者 [Anlagevermittler] の法的責任に焦点を絞って検討することにする。

第4節 灰色資本市場における一般私法理論による投資家保護

1、判例法による一般目論見書責任理論の展開

前述のように灰色市場における投資家保護の問題は、判例法に依拠せざるを得なかった。特に問題となったのは、損益通算会社の発起人等が個人投資家に対し詐欺的に資金を集めたことである。特に注目されるのは、このような損益通算会社が、債務超過のために直ちに破産申し立てをしなければならないことである²²⁸⁾。一部の投資仲介者は最初からそのような見かけだけの会社 [Scheinfirmer] 及びペテン会社 [Schwindelfirmer] を設立した。このため個人投資家によるこのような会社への投資は、「無駄な死に金」と評価された。そのような投資仲介者は、新聞などに虚偽の販売目論見書を掲載することにより投

228) Vgl. Hopt, *Anlegerschutz*, S.35.

資家を勧誘する。目論見書は、確かに営業令 [Gewerbeordnung] に適合して発行されているが、しかし殆ど例外なく誤解を招くような表現がみられ、時には明らかに目論見書による詐欺 [Prospektbetrug] のケースも見られる。その中には税務署の確実な承認や利回り保証があるという記述や、発行の際に優良銀行の参加があるとか、また会計士による関与及び検査があったとかいう記載により、不適切に広告されたものがあつた。

そこでこの状況を具体的に検討するために、目論見書責任が一般に判例法上確立されたと評価される1978年4月24日に連邦財務裁判所が出されたいわゆるガストロノミー [Gastronomie] 判決²²⁹⁾をみることにしたい。本件の事案は以下の通りである²³⁰⁾。被告は、ベルリンにおけるM有限会社の社員と業務執行者である。この有限会社及び被告2名は、1971年8月31日にMB美食販売有限合資会社(以下B合資会社と略記)を設立した。その後M有限会社は、B合資会社の無限責任社員となった。その会社の目的は、多数の有限責任社員を集め、それにより資金を集めることのみであり、短期間に51人の持分者と140万DMを集めた。無限責任を負担するのは、無限責任社員たるM有限会社と被告である設立有限責任社員 [Gründungskommanditisten] である。被告は同時にM有限会社の取締役となった。しかしB合資会社はその後すぐに破産を宣告された。この事案は、詐欺的投資勧誘の典型例である。

原告は、1971年12月に被告らが作成した広告販売目論見書 [Werbeprospekt] により当該会社に対する興味を抱き、有限責任社員となるために5万DM払い込んだものである。この場合もちろん原告の目的は、税法上損益通算可能な持分を購入することにより税法上の利得を得ること、及び営業による配当を受取ることであつて、実際に当該企業の有限責任社員として活動することではない。その後原告は、B合資会社の破産宣告により自らの投資相当額が失われたとして、一般則であるBGB276条(債務不履行)を理由に投資相当額を損害として賠償請求したものである。原告は、その際に目論見書の中に含まれていた虚偽の記載により加入を誘引されたと主張した。具体的には当該広告販売目論見書のなかで被告は、「B合資会社は、25年来最も成功している大きなビールレストランを買収して、大規模にレストラン業を行う」と述べている。また、「X銀行は、全ての

229) BGHZ 71 S.284ff.

230) BGHZ 71 S.285-286.

前提は備わっていると判断した」とも述べている²³¹⁾。また目論見書の第三章では、その企業の営業種目としてすでに完成されたレストランの営業が記載され、目論見書の他の部分と併せて考えるとレストランの営業施設が既に購入されているかの印象を与える。控訴審は、この記載を虚偽であるとみなしている。その理由は、当該レストランの購入計画は、未だ確定していないからである。

一審のベルリン地裁及び二審のベルリン高裁は、被告に契約締結上の過失ありとして、被告に5万DMとともに利息の支払いを命ずる判決を下した。地裁及び高裁は、使用された広告目論見書を部分的に虚偽であると判示し、さらに被告にはこの広告を使って新しい有限責任社員を参加させたことに責任があると判示した。そこで被告はこの判決を不服として連邦財務裁判所に上告した。

連邦財務裁判所は次のような理由で、被告には契約締結上の過失があるとして、被告の上告を棄却した²³²⁾。即ち「広告販売目論見書により投資について興味を持った加入希望者 [Beitrittsinteressant] は、確かに完全にその情報を信頼しているわけではない。しかし投資者には、ほかに実際の状態を知りうる手段がない。従って投資家は、広告販売目論見書の内容が正しく、もし変更があった場合には、責任者によりその変更に関する通知があることを信頼してよいとすべきである。公開有限合資会社において経営陣を構成している発起人は、その会社に資本参加した有限責任社員に対し、取引時に交付した広告販売目論見書が有する情報が不完全又は不公正な場合には、契約締結上の過失により責任を負う」とされた。

これを本件の事実にあてはめてみると、原告被告とも一致しているのは、B合資会社が営業的に成功するか否かは、このレストランの営業にほぼ依存していたことである。そのことを検証してみると、確かに当該レストランに関して被告と売り主の間には価格を80万DMとする仮の契約らしきものはある。しかしその契約の成立自体が怪しく、しかも被告に契約の履行をする意図がなかったことが原審で事実認定された。従って本件では、出資契約成立時にすでに当該公開有限合資会社の営業は、不能となっていたことから、契約締結上の過失により、原告に対し損害の賠償責任を負うという理由で、上告が棄却され

231) BGHZ 71 S.288.

232) BGHZ 71 S.285.

たものである。

以上がガストロノミー判決の要旨であるが、この判決により「灰色資本市場における損益通算会社の発起人や販売仲介者等は、広告目論見書を信頼して投資した投資家に対し、当該目論見書の虚偽記載につき契約締結上の過失により損害賠償責任を負う」という法理が確立された。問題は契約締結上の責任とどういうが、この場合発起人とは異なり仲介者は契約当事者ではないという点である。この点判例は以下のように理由付をしている。すなわち本件原告のような投資家が意思決定をする際に、仲介業者は専門家として目論見書の記載事項に、いわば保証人のように個人的な信用を与えているような印象を相手方と与えるからである。この点アスマン教授は、契約成立に関与したものは、もし契約締結時に相手方の信頼を高めた場合には、一種の契約締結上の過失²³³⁾の法理により責任を負うとしている。

また別のBGHの判決²³⁴⁾によると、契約締結上の過失及び目論見書責任原則により、公開合資会社の持分販売に関して、責任を負うものを範囲が広げられた。それは当該投資プロジェクトを計画したもの、当該会社の創設者、会社経理に決定的な影響を与えるもの、目論見書を作成し、流通させたものである。

2、一般目論見書責任と投資仲介者の契約責任 ～アスマン教授の著作を手がかりに前述のようにドイツの灰色資本市場には、我が国の証券発行市場における目論見書に関する規制のような統一的な規制は存しない。1978年に、目論見書の作成とその虚偽記載について民事責任を負わせようとする「財産投資法 [Vermögensanlagegesetz]」という法案が作られたが、廃案となった²³⁵⁾。そこでこのような立法の欠如を、先に述べたように判例が契約締結上の過失の法理に基づいて、目論見書記載の事項につき作成者等は責任を負うという目論見書責任 [Prospekthaftung] を認めることにより、規制しようとして

233) Assmann, *Prospekthaftung*, S.82.によれば、このような責任は信頼形成 [Vertrauenbildung] 責任または契約締結上の過失による第三者責任 [Dritthaftung aus cic] と説明されている。

234) BGHZ 79, S.337-340

235) Vgl. Assmann, *Prospekthaftung*, S.77-78.

きたのであるが、それも十分なものとはいえない。その理由の一つとしてアスマン教授が指摘するのは、参加契約自体の解約が認められていないことである²³⁶⁾。これに関しては、組織された資本市場においては、例えば投資信託販売に関しては、一種の修正された解除権が認められている。投資会社法 [KAGG] 20条1項によると、もし投資信託の販売に関する目論見書の記載が虚偽または不完全な場合、投資家は自ら支払った額を保証してもらうために、持分の引き取りを求めることが可能である。その際に引き取り義務 [Übernahmepflichtet] があるのは、販売目論見書を作成した企業及びその法定代理人に任命された個人、並びに当該企業の代理人である法人である。注目すべきは、業として販売を仲介したのももまた、販売目論見書の虚偽または不完全なことを知っていた場合には、目論見書記載が虚偽なことについて投資家が被った損害についての連帯責任に問われることである。このように組織された資本市場には、特別法による解除権により、投資家の権利が保護されている。

更にアスマン教授は、灰色市場における投資情報の重要性をも強調して、灰色市場においても、組織された市場における銀行の助言義務のように、目論見書責任から更に進んで、投資仲介者に契約上の、又は準契約上の説明助言義務を負わせるべきであるとする²³⁷⁾。なぜなら目論見書責任は投資仲介者が虚偽の情報を積極的に伝えた場合に限られるからである。従って必要な情報を確実に投資家に伝える義務を、組織された資本市場におけると同様に、投資仲介者に負わせることは、投資家保護に必要であり、そしてもし、灰色資本市場における投資仲介者がこの義務に違反した場合、契約の解除とともに、損害賠償責任を負わせるべきである、とする。

目論見書責任に関して、目論見書責任は契約締結上の過失責任の一類型であり、目論見書責任の要件が備わっていない場合に、契約締結上の過失責任の一般的要件が検討される

236) Vgl. Assmann, *Prospekthaftung*, S. 77-78.

237) 山下友信「西ドイツにおける証券投資者保護法理の一断面〔一〕」インベストメント 1982年10月号21頁以下によると、組織された市場においては、銀行は顧客に対して助言説明義務を負い、その違反に関しては銀行は、信義則上 (BGB 242条) 投資家が被った損害を賠償する責任を負うという説が主張されている。

とする見解がある²³⁹⁾。目論見書責任の特殊性は、目論見書というファクターを通じて直接的な接触がない人々にたいしても信頼が形成される点で責任要件の緩和であるとされるのである。これは後述のように、灰色資本市場では、何万人という投資家が関与するので、この特殊性が必要となるのであろう。

しかしアスマン教授は、契約締結上の過失の理論により目論見書責任を認める判例の考え方に一定の評価をしているが、反面それだけでは不十分であるという²⁴⁰⁾。やはり統一的な資本市場法を制定する必要を力説する。

現在では、前述のガストロミー事件よりも更に大規模な詐欺事件が頻発している²⁴¹⁾。例えば1991年には、ドイツ国内で2579件、1992年には2171件の資本投資詐欺 [Kapitalanlagebetrug] が起きた。その中で例えばヴェルツブルグを中心に起きた事件では、97000人の個人投資家が被害にあったとされている。アスマン教授は灰色資本市場に関してその著書のなかで次のように述べている²⁴¹⁾。「判例は確かに灰色市場を秩序づけることを行ってきたが、そこには限界がある。このようにして毎年何十億DMという資本が国家の規制が殆ど及ばない灰色市場に流失し無駄な資金となっている。これは組織された資本市場より灰色資本市場の方がずっと規制が弱いことが理由である。我々はいつまで何十億DMという貴重な資本を詐欺師の手に渡す必要があるであろうか。」

第5節 特別法（証券取引法）による投資仲介者の行為規制

証券取引法 [Wertpapierhandelsgesetz] とは、1994年7月30日にドイツ議会を通過した法案で、包括的なドイツ資本市場の改革を目的とする第2次資本市場振興法

238) ノルベルト・ホルン「契約締結上の過失」『民商法雑誌』114巻385頁。

239) Vgl. Assmann, *Prospekthaftung*, S.75ff.

240) Bundestag-Drucksache 12/5726 S.3.

241) Vgl. Assmann, *Prospekthaftung*, S.83-84.

[Zweites Finanzmarktförderungsgesetz]²⁴²⁾の一貫として制定された法律である。その立法目的は、ドイツ資本市場を投資家にとって魅力のある市場に改革することにより、ドイツ資本市場の国際競争力を高めることである。1998年度に予定されている第3次資本市場振興法による改革と並んでドイツ版ビックバンとも呼ばれ重要な意義を持つ。

その一貫として立法された証券取引法は、主にインサイダー取引規制を目的とするが、投資仲社の行為に対して以下のような規制をしている²⁴³⁾。

「第5章 有価証券取扱会社の行為規定

第31条〔一般行為規定〕① 有価証券取扱会社 [Wertpapierdienstleistungsunternehmen] は、次の義務を負う。

1、顧客の利益のために、必要とされる知識、配慮及び誠実さ [Gewissenhaftigkeit] をもって、有価証券の取扱業務を行う義務

2、利益相反を避けるように努め、もし避けられない場合には、顧客の利益を遵守して顧客の注文を執行することに配慮する義務

② 有価証券取扱会社は、また次の義務も負う。

242) 第二次資本市場振興法は、以下の内容等を含む20章(款) [Artikel] から成っている。

①章「証券取引法」の制定。EU指令の国内法化のために、内部者取引に対する刑事罰を法定し、同時に証券取引を監視するために連邦証券取引監督庁 [Bundesaufsichtamt für den Wertpapierhandel] を設置したものである。

②章「取引所法 [Börsengesetz] 改正法」

③章「投資会社法 [Kapitalanlagegesellschaftengesetz] 改正法」主に金融市場ファンド (MMF) [Geldmarktfond] の組成及び販売を認めた内容である。

同時に投資信託の対象としてデリバティブ等の金融派生商品の組入れが認められた。

④章「外国投資会社法 [Auslandinvestmentgesetz]」改正法

⑤章「株式法 [Aktiengesetz]」改正法

⑥章「株式法施行法 [Einführungsgesetz zum Aktiengesetz]」改正法

⑦章「寄託法 [Depotgesetz]」改正法

243) 本文は、試訳である。下線部は筆者の判断による。

1、顧客の財産状態と当該取引の目的に関して、投資提供の目的となる取引に対する顧客の経験と知識を考慮して情報提供する義務

2、顧客にとって有益な情報を全て提供する義務

それは、顧客が意図した取引の種類及び量を考慮して、顧客の利益を保護するために必要な程度で行われなければならない。

③ 本条第1項及び第2項は、国外に登録された営業所を有し、顧客のために投資サービスを提供し、かつドイツ国内に本拠又は取締役会をもつ企業に対しても、補足的な業務を含む投資サービスが海外でのみ行われている程度に比例して、適用される。

第32条【特別行為規定】① 有価証券取扱会社又は当該会社と提携している企業は、次の行為をすることが禁止される。

1、有価証券取扱会社の顧客に対して、顧客の利益に反するような推奨をした場合、そして顧客の利益に反した程度において、有価証券及びデリバティブの購入又は売却について推奨すること

2、有価証券取扱会社の顧客に対して、有価証券取扱会社自身若しくは当該会社と提携している企業の自己勘定取引により、有価証券又はデリバティブの価格を特定の方向に変動させることを目的として、当該有価証券又はデリバティブの購入、売却を推奨すること

3、ある有価証券若しくはデリバティブを購入し、又は売却する有価証券取扱会社の顧客による注文を知ることにより、結果として顧客の不利益になる可能性のある自己勘定による取引を行うこと

② 個人事業 [Einzelkaufmann] の法形態で有価証券取扱業を営む企業の営業主、法律若しくは企業の営業内容に関する定款により委任し、又は代理人として指名した有価証券取扱会社、及び有価証券又はデリバティブの取扱い、有価証券分析並びに投資助言 [Anlageberatung] 業務に従事する有価証券取扱会社の職員は、次の行為をすることが禁止される。

1、有価証券取扱会社の顧客に対し本条第1項第1号にいう条件の下で有価証券若しくはデリバティブを購入し、若しくは売却することを推奨すること、又は有価証券やデリバティブの価格を自己若しくは第三者に有利な取引を締結するために特定の方向へ動かすことを目的として有価証券取扱会社の顧客に推奨すること

2、特定の有価証券若しくはデリバティブを購入又は売却する有価証券取扱会社の顧

客による注文を知ることにより、結果として顧客の不利益になる可能性のある取引を、自己若しくは第三者のために行うこと

③ 本法第31条第3項にいう条件に基づき、本条第1項及び第2項は、国外に登録された営業所を持つ企業に対してもまた適用される。

第33条〔組織義務〕① 有価証券取扱会社は、次の義務を負う。

1、適切な投資サービスの提供のために必要な手続と方策を効果的に設け、維持する義務

2、投資サービスの提供に際して、有価証券取扱会社とその顧客の間、及び有価証券取扱会社の顧客同士の利益相反を最小限にするために必要な組織にする義務

3、本法に基づく法的義務の不履行を避けることに適した内部的監査機構を有する義務

第34条〔記録義務及び保管義務〕① 有価証券取扱会社は、次の義務を負う。

1、投資サービスを行うに際して、顧客から出された注文及び指示並びに注文の実行を記録する義務

2、顧客の注文を受け付けた職員の氏名及びその注文を受け付け、そして実行した日時を記録する義務

② 連邦大蔵省は、ドイツ連邦銀行による公聴手続を経て、連邦参議院の同意を必要としない法規命令により、連邦証券取引監督庁による有価証券取扱会社の義務履行の監視に必要な限度で、有価証券取扱会社にその他の資料の記録の保管を命ずることができる。連邦大蔵省は、法規命令により、その権限を連邦証券取引監督庁に委任することができる。

③ 本条第1項及び第2項による記録は、少なくとも6年間は保管しなければならない。その保管については、商法第257条第3項及び第5項が準用される。

第35条〔行為規定の監視〕① 連邦証券取引監督庁は、本章により課せられた義務の履行に対する監視に必要な限度で、有価証券取扱会社及び当該会社と提携している企業並びに本法第32条第2項で言及された個人に対し、情報及び書類の作成を請求することができる。この場合には、本法第16条第6項が適用される。連邦証券取引監督庁の職員は、通常の営業時間内に本章に規定された連邦証券監督庁の権限を行使するために必要な限度で、有価証券取扱会社及び当該会社と提携している企業の支店並びに営業所に立ち入ることが許される。

② 連邦証券取引監督庁は、本法第31条乃至第33条による請求が履行されたか否か

について決定する具体的基準 [Regalfall] を作成する ことができる。ドイツ連邦銀行、連邦銀行監督庁 [Bundesaufsicht amt für das Kreditwesen] 及び関係する経済団体の全国組織 [Spitzenverbände] は、当該具体的基準に関する問題については優先して協議に応じなければならない；本法第 3 3 条に関する具体的基準は、連邦銀行監督庁の同意の下に告示しなければならない。当該具体的基準は、連邦公告誌に公告しなければならない。

第 3 6 条【報告義務及び行為規定の検査】① 連邦証券取引監督庁は、通常は 1 年に一度、本法第 9 条による報告義務及び本章に規定されている義務の遵守に関して有価証券取扱い会社の会計検査を行わなければならない。この会計検査は、本法第 2 条第 4 項第 1 号にいう信用機関 及びその支店に対しては、通常信用制度法第 3 0 条による寄託物検査 [Depotprüfung] と同時に寄託物検査官 [Depotprüfer] によりなされなければならない。連邦銀行監督官に対しては、検査報告の複製を送付しなければならない。

② 連邦大蔵省は、法規命令により連邦参議院の同意を得ることなく、連邦証券取引監督庁の義務履行に必要な限度で、本条第 1 項に規定された会計検査の方法、範囲及び時期に関する詳細な条項 [Bestimmung] を、特に下記の目的で規定することができる：すなわち、有価証券やデリバティブの取引に際して不適合事項 [Mißstände] を避け、本法第 9 条による報告義務と本章により規定された義務に影響を与え、そしてこの目的のための統一的な基礎資料の形態を取得するためである。連邦大蔵省は、法規命令によりその権限を連邦証券取引監督庁に委任することができる。」

着目すべき点はいくつかあるが、3 1 条 2 項において有価証券取扱い会社²⁴⁴⁾は、顧客の財政状態と投資目的を考慮して、顧客にとって有益な情報を全て提供する義務が法定されたことである。これは有価証券販売に際して、適合性の原則が法定されたことである。また 3 2 条において、有価証券取扱い会社及び業務提携会社並びに有価証券販売を業とする会社は、顧客の利益に反するような推奨をしたり、情報を利用して自己取引を行うことが禁じられた。注目すべきは、本稿でも検討した「組織義務」が法定されていることである。つまり顧客に対して適切な投資情報サービスを提供するものは、そのサービスを提供するのに十分な組織をしなえていなければ情報提供を行えないということを法定したものであ

244) 通常の場合は、銀行及び投資会社 [Kapitalanlagegesellschaft] 等が有価証券取扱い会社に相当する。

る。この点は、灰色市場においては特に、個人やごく小規模な会社が投資仲介を行ってきたことがその背景にあると思われる。

第4章 金融機関の説明義務に関する検討

第1節 金融機関の助言・説明義務とその法的根拠

第2章、第3章では、情報開示義務及び説明義務に関して米国及びドイツの議論を検討してきたが、本章ではそれらをふまえて我が国の金融機関の助言説明義務に関して総合的に検討していきたい。

ドイツの議論をふまえると、説明義務違反は契約関係ないし契約関係を目的とした交渉課程で生じる。従ってドイツ法のように契約締結上の過失に関する問題として扱うべきでないかということになる。しかしこれに関しては、ドイツでは一般に不法行為の成立が困難であるという背景があると考えられる²⁴⁵⁾。これに対して我が国の不法行為法は、その対象が広く、また見てきたように解決方法としては不法行為若しくは契約責任(債務不履行)によるものが一般的である。我が国では具体的な救済方法としては、不法行為又は債務不履行が一般的である。そこで本稿では、不法行為又は契約責任を追求する前提として説明義務に焦点を絞って検討していきたい。

また契約責任とするか不法行為責任とするかは、余り問題ではないという指摘もあるように²⁴⁶⁾、損害賠償を根拠づける説明義務の内容には相違はない。確かに契約構成を取れば、主観的要件の立証で顧客が有利になる可能性はある。しかし説明義務違反の事実に関しては顧客の側に立証責任があることになり、顧客側の負担としては大きな違いはないであろう。市場仲介者である金融機関が顧客である個人投資家に何らかの理由で投資に関し

245) 松本恒夫「ドイツ法における虚偽情報提供責任論」『民商法雑誌』79巻2号187頁以下によると、ドイツでは、不法行為の成立が困難である。その理由は、成立要件として、①「権利侵害」、②「保護法規違反」、③「公序良俗違反」のいずれかが必要とされるが、①は人損や物損などの絶対的損害のみであり、②は法規の存在が必要で、③は故意が必要とされるからである。従って契約責任と構成する判例が多くなっている。

246) 川浜・前掲論文、651～652頁参照。

て助言説明義務を負っていると考えれば、実は不法行為かそれとも契約責任に基づく債務不履行責任かはそれほど重要なことではないように思える。なぜなら証券会社に信義則上顧客に対し説明・助言義務を負わせていると解すると、「違法勧誘」すなわち義務違反となり、不法行為の「違法性」の要件に該当しやすくなる。その結果不法行為の成立が理論上容易となり、被害者救済に厚くなる。また義務違反すなわち債務不履行と構成することも可能となり、債務不履行責任も認められやすくなる。そのように考えれば医療過誤訴訟²⁴⁷⁾のように、証券会社の義務の不履行を前提とすれば、債務不履行責任とするか、不法行為かどちらを採用するかは、いわゆる請求権競合問題²⁴⁸⁾となる。従って問題は、その前提として金融機関が説明義務を負うか否かであり、本稿の目的はなぜそのような法的義務があるかということであるから、本稿ではその法的根拠という点に焦点を絞ることにする。

この点に関して見てきたように、我が国の判例は例えば変額保険の勧誘に関して「このような事実関係のもとにおいては、変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべきであり、この理はY₁生命とY₂銀行との業務提携の有無によって左右されるものではないというべきであるとした。」事件²⁴⁹⁾や、同じく変額保険に関連した銀行融資に関して「原審が『変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべき』というように信義則上

247) 並木茂「医療過誤訴訟における債務不履行構成と不法行為構成」『裁判実務体系』17(1990年)4頁以下。

248) 周知のように、一個の損害発生事象が、債務不履行と不法行為の二つの要件に該当する場合、「請求権競合説」と「法条競合説」の対立がある。私見によれば、被害者救済に厚くなるので「請求権競合説」を支持する。

249) 東京高判平8年1月30日『金融法務事情』1469号52頁。本稿15～16頁参照。

投資家が錯誤を生じさせないよう説明をする義務があるという点に注目すべき」と判示した事件²⁵⁰⁾のように信義則という理由付けをするのが一般的である。同様に銀行業務に関連してインパクトローンに関連した事件²⁵¹⁾では「外国為替に関する知識・経験がない顧客にインパクトローンの利用を勧め、実行したところ、その後の円的大幅下落によって、顧客に不測の為替差損が生じたという場合に、銀行はインパクトローンの仕組み、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が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」としているし、スワップ取引に関しては「銀行が、顧客に対し、取引に伴う危険性が大きい金融商品を提供する場合には、当該商品の危険性の周知性が高い場合又は当該顧客が当該商品に精通している場合を除いて、顧客が、銀行との間で、当該商品につき契約を締結するか否かを判断するに当たって、必要不可欠な当該商品の概要及び当該取引に伴う危険性を説明する信義則（民法1条2項）上の義務があるものと解するのが相当である。」としている判決²⁵²⁾もある。

また証券会社に関連して、ワラント販売に関して債務不履行責任を認めた事件²⁵³⁾は、「被控訴人には一般顧客である控訴人に新たに外貨建分離型ワラントである本件ワラントの取引を勧め、それを受任するに当たっては、具体的な受任に先立ち信義則上、前記認定のような外貨建分離型ワラントが内包する高い危険性について控訴人に十分説明をすべき契約締結上の注意義務があったというべきである。」としている。このように顧客側の請求を認めた判決を分析すると、信義則を理由付けにしたものが多く、中には法的理由を言

250) 東京高判平8年1月30日『金融法務事情』1469号52頁。なお本稿15～18頁参照。

251) 大阪地判昭和62年2月29日『判例時報』1238号105頁。なお本稿24頁～25頁参照。

252) 仙台高判平9年2月28日『金融商事判例』1021号20頁。なお本稿26頁～28頁参照。

253) 東京高裁平8年3月18日『金融商事判例』1000号33頁。なお本稿44頁～45頁参照。

及しないもの²⁵⁴⁾もある。

この信義則という理由付けに関して、ワラントに関する事件に対してであるが、反論がある²⁵⁵⁾。それは、「①証券取引法等の規制の趣旨から、証券会社の説明義務を導くことが適切であるか、②判例において証券会社と投資家の間に法律上も契約上も定めがない義務を信義則を根拠として安易に発生させる結果となっていないか、③ワラント投資勧誘の違法性を判断するために、情報提供義務ないし説明義務を観念することが果たして必要か」、という疑問である。

私見によると、最終的には例えば安全配慮義務のように金融機関の説明義務という義務が認められるべきであると解するが、その過渡期的な状況としては信義則という理由付けには反対しない。従ってまず信義則に対する上述の疑問に対して反論した上で、金融機関の説明義務の法的根拠について検討したい。

まず信義則の適用に反対の川村弁護士²⁵⁶⁾の疑問①についてであるが、確かに証券取引法の性格としては業法的な色彩があるとはいえるが、証券取引法第一条は明確に証券取引法の目的は投資家保護と宣言しており、また学説も「投資家保護」は、「国民経済の適切な運営」と並んで立法目的としている²⁵⁶⁾。従って証券取引法の趣旨から、信義則適用を否定する①の批判は当たらない。

続いて②の批判についてであるが、例えばドイツの議論にあったように、資本市場において証券投資に関しては顧客と銀行の知識量の差が圧倒的であるのに鑑みれば、問屋である銀行はその性質から説明・助言義務を負っていると解しても無理な解釈ではない。確かにホプト教授のいうように憲法上銀行は助言義務を負っていると解することに論理的飛躍はあるが、それについてはドイツ資本市場の状況をよく検討する必要がある。それは、ドイツの資本市場におけるユニバーサルバンクは、我が国の資本市場における証券会社と比較して、より強大な存在であることは明白な事実である。だとするとユニバーサルバンクと個人投資家に間には相当の地位の開きがあり、ホプト教授はその意味で資本市場におけ

254) 大阪地判平6年7月6日『金融法務事情』1397号48頁なお本稿12頁参照。

255) 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。

256) 田中誠二、堀口亘『コンメンタール・証券取引法』23頁参照。

る弱者である個人投資家に一般的な保護規定を適用したのである²⁵⁷⁾。

最後に③の批判であるが、これは本稿の検討を踏まえれば自明であるが、この法理はワラント取引に限らず、ドイツでは金融商品全体についてユニバーサルバンクは説明義務を負っているものであり、ドイツのユニバーサルバンクによる金融取引でも一般則による理由付けがなされているのであり、何故ワラント取引だけに信義則の適用を認めるのかという③の批判は当たらない。しかも我が国においては、ワラントに関する訴訟の原告は、特に近年あまり証券投資に関して経験のない個人投資家が中心であるといえる。資本市場の健全な発展にとって個人投資家の資金が必要なのは、議論の余地かないことであるので、有価証券取引の取次を業とする証券会社に、信義則上投資家に対して説明・助言義務を負っていると考えても、前述のように、論理的な飛躍はないであろう。このように現状では信義則による理由付けに反対しないが、前述のように「金融機関の説明義務」という概念を認めるべきである。この点につき以下検討する。

まず一番明白なのは、銀行と顧客間に包括的な証券業に関する助言契約 [dynamischen Effektenberatungvertrag] がある場合である²⁵⁸⁾。具体的には、財産に関する助言 [Vermögensberatung] や財産に関する管理 [Vermögensverwaltung] を行う契約が包括的に締結されている場合である。この場合には、投資顧問的な銀行の説明助言義務が生じるのは明らかである。なお黙示的にこの契約が締結された場合も含まれる。BGH の判例²⁵⁹⁾によると、投資に興味のある顧客に販売をなす銀行またはその他の投資仲介者に広範な説明義務があるとした。その場合の説明義務とは、「顧客に全ての経済的リスク・及び法的形態のリスクを明らかにする義務である。」。この場合にBGHは黙示的な助言契約を認定した。この事案は、社債証券 [Bond-Anleihe] 販売に関するものであるが、更に注目すべきは、黙示的な契約上の助言義務も、顧客の個人的事情及び投資目的を考慮した適切な助言義務でなければならない。その助言の内容は、発行者の信用度に対する疑問及び外国証券に対

257) 山下友信「西ドイツにおける証券投資者保護法理の一断面〔1〕」インベストメント (1982年10月) 23頁によると、社会国家原理という憲法上の原理と私法上の諸原則を結びつける発想は、ドイツでは珍しくないとしている。

258) Hopt.K.J., *Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken* 1975 S.235ff.

259) BGHZ74, 103-106, ZIP 1993 S.1148-1149

する相場リスクの指摘を含むものでなければならない。」とした点である。これは適合性の原則を認めたものに他ならない。

問題は、このような契約がない場合である。

本稿において検討してきた米国の信認義務に関して、「信認義務」に関して検討する。通常消費貸借における貸手(金融機関)と借手の間には単純な独立当事者関係[arm's length relationship]が支配し、市場の道徳[market more]以上の義務は貸手に対しては要求されないとされてきた。従って契約当事者間には、それ以上の信認関係は発生しない、とれてきた²⁶⁰⁾。しかし貸手に対してそれ以上の信認義務を課すためには、特別の事情[special circumstances, special relations]が必要である²⁶¹⁾。

特別の事情とは、①借手が貸手に特別の信頼を置いていた、②借手が貸手から助言を得ており借手がそれに依存していた、③貸手が借手に優越的立場[superiority]又は支配力[domination and control]を得ていた場合である²⁶²⁾。信認関係がいったん認められると、①守秘義務、②情報開示義務、③借手の最大利益のために行動する義務[best interest of borrower]の為に行動する義務が生まれる。」ことは検討してきたのが²⁶³⁾、この議論は、我が国における金融機関による説明義務の議論に参照することが可能である。なぜなら金融取引に関して、個人顧客に対して金融機関が圧倒的に豊富な情報量を持つという現状から鑑みると、顧客は貸手である金融機関の情報に頼らざるを得ないからである。従って前述の要件の②に該当し、従って情報開示義務及び借手の最大利益のために行動をする義務が導き出され、金融機関に顧客の事情に最も適合する情報を提供する義務を有するという帰結が演繹可能であるからである。この点不法行為の成立に限定しても²⁶⁴⁾「商取引の当事者は、取引が行われる前に相手方に対し合理的な配慮[reasonable care]を持って以下の情報を開示する義務を負う。

260) Cf. Bloom. Andrea., *Lender Liability: Practice and Prevention* (1989). p.8-9.

261) Cf. Bloom, *op. cit.*, p.9.

262) 柏木教授は何が「特別事情」かは未だ不明であるとする。柏木・前掲論文、149頁参照。

263) 本稿52頁参照。

264) 本稿53～54頁参照。

a) 一方当事者が知っている情報で、信認義務²⁶⁵⁾関係若しくはそれに準ずる関係又は当事者間における信頼関係 [confidence] により、他方当事者に知る権利が付与された場合の情報。」とされていたので、契約の両当事者間に著しい情報格差があり、かつ一方当事者が他方当事者の情報に依存していたような場合には、他方当事者は - この場合は金融機関であるが - 先行行為として情報開示義務を負う。米国では情報開示義務違反が不法行為になりうるとされている。我が国でも金融機関と顧客の間には著しい情報の偏差があり、取引開始後も顧客は金融機関からの情報提供に依存していることが多い。特に個人投資家はそうである。説明義務に関しては一般的に「契約当事者間に情報の収集・蓄積をする能力において著しい格差がある場合には、この格差を是正する義務が認められるべきである。」という指摘がある²⁶⁶⁾。このような格差を解消して初めて契約自由の原則が実質的に確保される。これは金融市場においては、情報格差がある金融機関にそのような配慮があって初めて自己責任を追及しようと解すべきである。金融機関の説明義務の根拠としては、情報偏差及び金融機関はそれで利益を上げていることも挙げられる²⁶⁷⁾。これはドイツの議論によっても、金融機関は仲介者として市場における取引を仲介する事により収益を上げているので市場参加者に対して助言義務を負うという議論²⁶⁸⁾から演繹可能である。

内容的に金融機関は高度な注意義務を負うというのが「公共性 [public interest] の理論」である。金融機関の公共性・専門性・圧倒的な情報量を鑑みると、金融機関は顧客や一般大衆に対して特別に高度な注意義務を負うという考え方である²⁶⁹⁾。判例でこの考え方に

265) 例えば貸手と借手の情報収集力と判断力の大きな格差により、あるいは貸手の活動に関して借手の相談に応じてきた等の理由により、借手が貸手に対して特別の信頼を置いている場合、または貸手が借手の特別の信頼を強く勧誘した場合等。

266) 平井宜雄『債権総論・第2版』52頁以下。

267) 磯村・神崎・森田・森本・山田「(座談会)証券会社の投資勧誘と投資家の自己責任」『民商法雑誌』113巻4・5号537頁参照。磯村教授及び山田教授の発言である。

268) 本稿62頁参照。HGB384条1項類推適用による理由付けがなされている。

269) Bloom, *op. cit.*, p7-8.

言及しているのは、*Jacques v. First Nat'l Bank* 事件である²⁷⁰⁾。判決は次のように述べている。「銀行が存在するのは、多くの一般公衆 [enormous public] から寄託された資金を使って業務を行っている為である。公衆が銀行に資金を預ける場合一方的に銀行に依存している。更に融資の提供に関していえば、当該地域 [community] で銀行がほぼ独占的な地位を占めている。」として、銀行の注意義務の源は、公共性であるとした。更に他の経済関係不法行為法 [business tort] における医師や弁護士等の専門家責任と同様、銀行という職業の持つ公共性という説明もされている。その説明により銀行はたとえ取引に未だ入らない顧客に対しても注意義務を負う、とされている。

またドイツの議論が、資本市場において証券投資に関しては顧客と銀行の知識量の差が圧倒的であり、また問屋である銀行はその性質から説明・助言義務を負っていると解しているのを鑑みれば、我が国の金融機関も - 特に証券会社は - 問屋としての性質を有しているので、説明義務を負っていると解しても無理な解釈ではない。確かにホプト教授のいうように憲法上銀行は助言義務を負っていると解することに論理的飛躍はあるが、それについてはドイツ資本市場の状況をよく検討する必要がある。それは、ドイツの資本市場におけるユニバーサルバンクは、我が国の資本市場における証券会社と比較して、より強大な存在であることは明白な事実である。だとするとユニバーサルバンクと個人投資家に間には相当の地位の開きがあり、ホプト教授はその意味で資本市場における弱者である個人投資家に一般的な保護規定を適用したのである²⁷¹⁾。この場合社会国家的な原則と見ることには飛躍があるが、問屋としての性質から顧客に助言義務があり、継続的な取引が行われていた場合にはカナリス教授のいうように取引上の信頼関係から信義則に基づく債務関係が生じると考えることも可能である。

270) *Jacques v. First Nat'l Bank* 515 A.2d 756(307 Md. 527)

本件は、52頁注107)で引用した事件である。メリーランド州控訴裁判所は、銀行に対したとえ取引にはいる前で申込をしただけの顧客に対しても、注意義務を負うとし、その根拠は銀行の公共性にあるとしたのが本件である。

271) 山下友信「西ドイツにおける証券投資者保護法理の一断面〔1〕」インベストメント(1982年10月)23頁によると、社会国家原理という憲法上の原理と私法上の諸原則を結びつける発想は、ドイツでは珍しくないとしている。

このように、これまでの検討を鑑みると、金融機関はその職務の性質上説明義務を有していると解することが出来る。そこで次にこの説明義務の内容を検討する。

第2節 金融機関の説明義務の内容

1、適合性の原則の適用

金融機関が前述のような説明義務を負っているとすると、その内容はどのようなものであろうか。本稿でまず問題としたいのは、「適合性の原則」である。特に明文で規定のある証券取引法を除いて、保険業法と銀行法には明文がない。このうちまず保険業法299条にいうベストアドバイス義務が適合性の原則に該当するか否か検討する。保険業法299条は、「保険仲立人は、顧客のために誠実に保険契約の締結の媒介を行わなければならない。」と定める。抽象的な規定であるが、我が国の学説上²⁷²⁾は投資商品性が明らかな変額保険に関しては、その勧誘に関しては、適合性の原則が類推できることの明文の根拠であるとされている。この点本稿で引用した判例は、「原審²⁷³⁾は、(1) Yによる説明義務違反の違法性につき、変額保険についても証券取引法でいう適合性の原則がそのまま適用されるべきか否かはともかく、Xは本件不動産を所有するものの、自宅の土地建物であり、生活に不可欠の資産であって遊休資産ではなく、他に見るべき資産はなかった上、所得は少なかったから、本来変額保険が予定している投資リスクに耐えられる顧客層に属するかどうか疑問があったこと、さらに、Xは、自己資金がないため、銀行から融資を受けて変額保険に加入しようというものであり、かつ利息の支払いについても追加融資を受け、Xの死亡時までに発生する借入金全部を死亡保険金で一括して弁済できるとの前提で、本件変額保険加入を決断したものであり、Y₂はこの事実を知っていたのであるから、このような事実関係のもとにおいては、変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべきであり、この理はY₁生命とY₃銀行との業務提

272) 森田・前掲論文、740頁参照。

273) 東京高判平8年1月30日『金融法務事情』1469号52頁。本稿15頁～16頁参照。

携の有無によって左右されるものではないというべきであるとした。」

原審が「変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべき」というように信義則上投資家が錯誤を生じさせないよう説明をする義務があるという点に注目すべき」としている。つまり元々リスクを有する変額保険に関しては、保険勧誘に際して、顧客の目的・ニーズに一致すると信ずる商品のみを販売するという信義則上の義務を負うということである。また本稿第1章第1節2で検討した2つの最高裁判決でも、結論は異なっているが、適合性の原則の適用の可能性については「変額保険募集人たるY₂において、募集時に要請される一般的説明に加え、信義則上少なくとも当時の金利水準、変額保険の運用実績に基づいて検討した場合、Xの右前提事実の判断に錯誤がないかどうか、その判断の基礎となる事実を説明すべき義務があったものというべき」というように信義則上投資家が錯誤を生じさせないよう説明をする義務がある」としている。このように判例上は保険業法299条を類推適用したものではないが、信義則を理由に個別の状況による説明義務の程度の違いを認めている。もっとも本判決が下されたのは、保険業法が制定される前であったので、判例が類推適用を認めていないとはいえない。

続いて銀行法上の問題に移るが、これまでは銀行が取り扱う金融商品には、例えば為替リスクというような顧客がすぐに理解できないような商品はあまりなかった。そこで適合性の原則の適用が議論されてこなかったわけであるが、ではその必要がないのであろうか。

デリバティブを使った融資に関する判決²⁷⁰⁾は、「外国為替に関する知識・経験がない顧客にインパクトローンの利用を勧め、実行したところ、その後の円の大幅下落によって、顧客に不測の為替差損が生じたという場合に、銀行はインパクトローンの仕組み、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が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して、債務不履行責任による差損分の損害賠償を」命じた。変額保険と同様に、これまであまりリスク商品を販売しなかった銀行が、外国為替に対する知識がない顧客に対して販売する場合

に、元本保証がない点及び為替を組み合わせた複合的な商品である点に前述の変額保険と同様の問題性がある。一般的に考えても、例えばインパクトローンのような高度な金融取引の場合、銀行の商品説明が機関投資家に対するものと個人投資家に対するものが異なるのは自明であろう。そう考えると、金融機関による説明の内容・程度が顧客の事情により異なるのはむしろ当然であるといえよう。

米国でも、検討したように、過当取引は詐欺の一形態として民事責任追及の理由となるが²⁷⁵⁾、「適合性の原則は、詐欺禁止以上のレベルでブローカー・ディーラーの投資勧誘を規制するという目的を持つ。問題は、適合性の原則がブローカー・ディーラーの民事責任を考える場合にどのような意味を持つかということである。取引の過当性については、取引が過当か否かを判断する場合には、多くのケースにおいて、ターン・オーバー比率の大小、買入れ証券の平均的保有期間、同一証券の出し入れ取引 (in and out trading) の存否、報酬の額などが総合的に考慮される。ここにおいて適合性の原則の考え方を組み込むことが必要となってくるのである。」²⁷⁶⁾としている。従ってリスク商品を販売する金融機関は説明義務を負うが、その説明義務は、顧客の状況によって異なり、仲介者はその状況をふまえた上で勧誘をしなければならないことになる。また説明義務が尽くされたがどうかは、相手方の具体的な理解を基準として判断されるべきである。説明義務は、説明を相手方に理解させるように努める義務を含むと解すべきである。後藤助教教授によると²⁷⁶⁾、「この方面に関する議論が盛んなフランスでは、情報提供義務は、情報を相手方に理解させる義務を含み、この義務は手段債務である」としている。

また顧客がリスク商品に投資をする際には、自己責任の原則が重要である。自己責任との関係については、「自己責任の原則は、銀行が顧客に対し、顧客が当該契約を締結することの適否を判断するに当たり必要不可欠な事項を説明して初めて妥当するものといわなければならない。したがって、銀行が、顧客に対し、取引に伴う危険性が大きい金融商品を提供する場合には、当該商品の危険性の周知性が高い場合又は当該顧客が当該商品に精通している場合を除いて、顧客が、銀行との間で、当該商品につき契約を締結するか否か

275) 本稿 5 6 頁参照。

276) 後藤巻則「変額保険の勧誘と保険会社・銀行の説明義務」『ジュリスト』1087号 142頁以下参照。

を判断するに当たって、必要不可欠な当該商品の概要及び当該取引に伴う危険性を説明する信義則（民法1条2項）上の義務があるものと解するのが相当である。そして、顧客が、銀行との間で、当該商品につき契約を締結するか否かを判断するに当たって必要不可欠な当該商品の概要及び当該取引に伴う危険性の内容、つまり右の説明義務の範囲及び程度は、当該商品の危険性の周知性の程度、当該事案における顧客の当該商品に対する適合性（顧客の経営状況及び意向、理解力、判断力等）によって定まるもので、右説明義務違反の有無は、銀行が顧客に対してなした説明の内容、その他当該取引の具体的状況を総合考慮して判断すべき」であるとしている。 またワラント判決に関して検討したように「説明義務は単純に投資家保護のため、あるいは、投資家の証券会社に対する信頼保護のために課されているのではなく、投資家が適切な情報に基づいて意思決定をするために課されているのだ」ということが理解される。つまり説明義務とは、投資家の自己責任を迫るための前提条件の整備のために必要であり、情報量の少ない顧客は金融機関から情報を提供してもらう必要があるが、その状況は個別投資家により異なるのは自明であろう。この点に関して金融派生商品であるスワップ取引³⁷⁷⁾に関して、「顧客が、銀行との間で、当該商品につき契約を締結するか否かを判断するに当たって必要不可欠な当該商品の概要及び当該取引に伴う危険性の内容、つまり右の説明義務の範囲及び程度は、当該商品の危険性の周知性の程度、当該事案における顧客の当該商品に対する適合性（顧客の経営状況及び意向、理解力、判断力等）によって定まるもので、右説明義務違反の有無は、銀行が顧客に対してなした説明の内容、その他当該取引の具体的状況を総合考慮して判断すべき」とした判決があるが、その主張は妥当である。すなわち説明義務の範囲及び程度は、顧客の当該商品に対する適合性で決まるものである。

今後金融ビッグバンの進展の中で、様々な金融商品が販売されるであろうが、このような状況の中で銀行が販売するものについてだけ適合性の原則が適用されないというのは当を得ていない。このように説明義務の中には自明に適合性の原則の要素が含まれていると解すべきである。そしてそれは顧客・投資家に自己責任を迫るための前提条件と解するべきである。

2、消極的義務とアフターケア義務

続いて消極的義務に関して検討する。消極的義務とは、例えば大阪地裁堺支部によると「本件は特段の事情が認められる場合であり、AにはY₁の一員として変額保険の内容について積極的な説明をする義務はないものの、少なくともBの説明によって、Cが変額保険の内容について誤解している時は、誤解を解くための説明を自らするか、Bに再度の正確な説明を促すべきであるという消極的な説明義務が生じるというべきであり」とされた。但しこの義務は見てきたように控訴審では否定された。また学説では²⁷⁸⁾「消極的説明義務とは、不作為の違法性論において論じられている先行行為に基づく作為義務の一種」であるとその存在を肯定する見解もある。

この問題につき米国の議論を参照すると、不法行為リステイトメント551条2項は規定²⁷⁹⁾は、「b) 一方当事者が知っている情報で、事実に対する部分的またははつきりしない表明をしたために、相手方が誤解を招く(misleading)可能性がある場合、その誤解を解く情報。・・・中略。

e) 取引に関する基本的事実で、取引の一方当事者が他方当事者が当該事実に関する誤認に基づいて取引に入ろうとしていることを知っており、かつ当事者の関係、商慣習若しくは他の客観的状況から他方当事者が合理的に開示してくれるものと期待している場合の当該基本的事実。」としている。我が国の例えば変額保険の投資勧誘に関する事例を検討すると、顧客は銀行と一緒に勧誘しているので信用したという場合が少なくない。b) では、我が国で問題となっている消極義務に関する議論での銀行の役割は契約当事者ではないのでそのまま適用することは出来ないが、契約締結には関与し、むしろ銀行員の存在が情報の信頼性を高めたものといえる。またe) より、銀行員が顧客が変額保険の商品性に対し誤解をしていると認識した場合には、商慣習等の客観的状況より顧客が銀行員に対してその誤解を指摘してくれるという合理的な期待を持つことは無理な解釈ではないだろう。

契約の「当事者」を広げて、責任を広く解するという考え方に対しては、ドイツの目論見書責任の議論が参考になる。この点につきドイツでは、灰色市場において、「投資

278) 松本恒雄「金融機関の紹介責任」『金融法務事情』1458号41頁以下参照。

279) 本稿54頁参照。

家が意思決定をする際に、仲介業者は専門家として目論見書の記載事項に、いわば保証人のように個人的な信用を与えているような印象を相手方に与えるからである。この点アスマン教授は、契約成立に関与したものは、もし契約締結時に相手方の信頼を高めた場合には、一種の契約締結上の過失²⁸⁰⁾の法理により責任を負うとしている。また別のBGHの判決²⁸¹⁾によると、契約締結上の過失及び目論見書責任原則により、公開合資会社の持分販売に関して、責任を負うものを範囲が広げられた。それは当該投資プロジェクトを計画したもの、当該会社の創設者、会社経理に決定的な影響を与えるもの、目論見書を作成し、流通させたもの等の契約締結に対して一定の関与をしたものである。」としており、この点我が国の変額保険訴訟における銀行員は、情報の信頼を高めたものといえ、契約締結に関与したものといえる。そう解すると、銀行員が投資決定に際して保険会社と勧誘した場合には、少なくとも誤解を解く義務はあると解するべきである。我が国で銀行が損害賠償責任を負うとされたのは銀行から積極的に変額保険を勧誘した場合のみであるが、積極的に勧誘しなくとも契約成立に関与しているのであるから、少なくとも銀行員が顧客の誤解を認識している場合には誤解を解くような義務は存すると解すべきである。

次にアフターケア義務に関してであるが、これは「継続的な金融取引において、業者には、顧客のニーズにこたえ、少なくとも顧客に損失が生じないように、あるいは損失が生じたときはこれを最小限に食い止める措置を講ずべき義務」と理解するべきであろう。我が国の判決²⁸²⁾では否定されたが、米国では前述のように先行行為により情報開示義務を負いこの義務に違反すると不法行為を構成する可能性がある、とされた²⁸³⁾。すなわち前掲不法行為リステイメント551条2項c)は契約の一方当事者が以下のような情報を開示しない場合には、不法行為を構成すると規定する。つまり「c)当事者が事後に

280) Assmann, *Prospekthaftung*., S.82.によれば、このような責任は信頼形成 [Vertrauenbildung] 責任または契約締結上の過失による第三者責任 [Dritthaftung aus cic] と説明されている。本稿90頁参照。

281) BGHZ 79, S.337-340

282) 大阪高判平8年12月5日『金融商事判例』1010号29頁。なお本稿30頁参照のこと。

283) 本稿54頁参照。

[subsequently] 知った情報が、当該当事者が事実を説明したときには真実または真実であると信じられていた説明が、虚偽 [untrue] 又は誤解を招くものであることを明らかにした場合、その事後に知った情報。」である。このように契約の基礎的な状況が変化したときに当該金融取引が一回性のものでなく継続的なものである場合²⁸⁴⁾、顧客がその事情の変化を知ることが客観的に期待されれば、金融機関に情報開示義務があることになる。この公開すべき情報には、従前に販売した金融商品に対する金融機関の新たな情報も含まれると解すべきである。

またホルン教授によると²⁸⁵⁾、説明義務には、警告義務 [Warnpflicht] が含まれるとする。警告義務とは、顧客が知らない情報で顧客が損失を被る可能性がある顧客の具体的な危険に関して銀行が認識している場合に、事実の通知及び銀行の評価を含む事項の自発的な指摘の義務である。

我が国の学説上²⁸⁶⁾も「当事者間に保険契約に関して継続的な関係があり、変額保険契約締結後も通常の保険契約を結んでいるような場合には、契約締結後も状況の変化に対する説明義務が生ずると考えるべきではないか。勧誘時には予測していなかった事態の展開に関しては、その後の状況の変化に関して顧客に注意を促す信義則上の注意義務があるのではないか。・・・中略。このように考えると、契約締結時に加えて契約締結後も説明義務違反を問題にできる余地がある」というのである。このように考えると、金融機関に対し契約締結後も一定の事項についても説明しなければならないという「説明義務」を認めるのが妥当なのではないか。

284) この場合注意すべきことは、例えば保険契約はたとえ取引は一回でも契約関係は継続することである。従って契約した預かり資産が元本を割ったような場合には、郵便による通知のような機械的なものでも十分であるので、通知をする義務があると解するべきである。

285) Prf.Dr.Horn からは、1997年9月29日の姫路獨協大学での研究会において様々な法的示唆を得た。

286) 岡・前掲論文、35頁。なお本稿18頁参照。

またドイツのホプト教授の議論²⁸⁷⁾によると、「銀行は、②調査・照会義務 [Nachforschung- und Ererkundigungspflichten] を負う。これは言い換えると銀行は常に助言者として正確で適切な助言をする義務を負うということである。つまり銀行は助言者として市場の現状について継続的にフォローする義務を負う」としている。これは銀行 [Universalbank] と顧客の間に包括的な取引契約の一貫として助言契約が締結された場合であるが、我が国で問題となった事件では従前に契約した保険契約についてであり、既に契約関係に入っており、しかも継続的に保険契約を締結している。このように継続的取引がある場合には、特に保険契約のように保険商品が時間により変化する場合は、米国の議論のように先行行為と考えて情報公開義務の一つとして、従前の契約に関する状況が変更した情報に関して、金融機関は説明義務の一貫として情報提供しなければならないと解するべきである。

そのためには金融機関はホプト教授のいう「適切な助言をいつでも顧客に与えるために、適切な組織を備えておくべきであるという組織義務 [Organisationspflichten] を持たなければならない²⁸⁸⁾と、する。つまり資本市場において圧倒的な能力を持つ銀行は、顧客への助言についても十分な能力のある助言者を自らの費用で設置する義務がある」について検討する必要がある。またこの組織義務はドイツ証券取引法33条にも規定されている²⁸⁹⁾。確かに理想としては適切な情報を得るためには組織力は必要であろう。しかし例えば米国のディスカウントブローカーのように、始めから助言しないことを条件として契約関係を結んだ場合などは、厳密にこの義務は課す必要はないであろう。またこの場合には説明義務自体も、顧客が了承しておりかつ経験のある投資家が多いのであろうから、説明義務の具体的内容自体も軽減されることになる。近年見られるインターネットを使った金融取引も、より高度な投資情報を求める性質のものではない。

逆に個人投資家も手数料を支払って金融機関と投資顧問契約を締結し、より高度な投資情報を希望する場合も考えられる。この場合の金融機関の説明義務は当然のことながらよ

287) Hopt, Klaus, *Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, S.436-438. なお本稿 6 6 頁参照のこと。

288) Vgl. Hopt, *Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, S.438-440. なお本稿 6 6 頁参照のこと。

289) 本稿 3 3 頁参照のこと。

り高度なものが要求され、従って説明義務違反も認められ易くなるであろう。

すなわち現在の我が国の金融機関は基本的にフル・サービスのみである。従って説明義務に関しては一面的に議論しておけばよかつたわけである。

しかし今後証券業の手数料の自由化、金融取引のオンライン化が進展すると予想されるが、それに伴って当然前述のように説明義務の具体的内容が変化してくるであろう。この場合に最初の契約を十分理解した上で、その内容に注意する必要があるのはいうまでもない。この金融自由化の進展に伴う説明義務の変化に関しては今後の課題としたい。

なお本研究を進めるにあたり、証券奨学財団から研究助成を受けた。御礼申し上げる。