

# 過当取引の民事責任 (一)

今 川 嘉 文

～目 次～

はじめに

第一部 証券の過当取引規制の法理

第一章 米国における証券業者の行動規範

第一節 過当取引規制

第二節 信認義務

第三節 看板理論

第四節 適合性原則

第二章 米国における過当取引の認定基準

第一節 過度の取引要件 (取引の過度性)

第二節 口座の支配要件 (取引の主導性)

第三節 欺罔の意図要件 (取引の悪意性)

第四節 Hecht 判決の意義

第三章 米国の判例にみる損害賠償額の算定

第一節 損害賠償額の算定方式

第二節 各算定方式の概要

第三節 各算定方式の検討

第四節 懲罰的損害賠償の認定

第四章 民事救済の実現に係る諸問題

第一節 投資利益の存在と民事責任

第二節 証券仲裁による紛争解決

第三節 支配を及ぼす者の責任 (以上, 本号)

第五章 日本における証券業者の行動規範

神戸学院法学 第31巻第2号

- 第六章 日本の判例にみる過当取引の違法性
- 第七章 日本における過当取引の認定基準
- 第八章 損害賠償請求棄却事例の分析
- 第九章 日本の判例にみる損害賠償額の算定
- 第二部 商品先物の過当取引規制の法理
  - 第一章 米国における過当取引規制
  - 第二章 CFTC 事例にみる認定基準
  - 第三章 米国の判例にみる認定基準
  - 第四章 損害賠償額の算定方法
  - 第五章 日本における過当取引規制
  - 第六章 日本の判例にみる認定基準
  - 第七章 最高裁判決の意義
- 第三部 過当取引の立証試案
- おわりに

はじめに

証券取引は投資家の自己責任原則に基づき、任意かつ自由な判断が集積することにより、適切な需給関係が構築される。しかし、一般投資家は証券会社及びその役職員（以下、証券業者）による勧誘を契機に証券取引を行うことが多く、洗練された投資技術および知識を有しない場合、証券業者の投資助言および取引手法などに影響を受けやすい。金融商品および資産運用の方法が複雑化する近年においては、証券業者に対する投資家の信頼度および依存度は小さくはない。

そこで、証券業者が売買委託手数料および信用取引における信用供与に係る金利などの収入を稼ぎ出すため、顧客との継続的取引関係および信頼関係を濫用し、顧客の投資経験および投資知識が乏しいことに乗じて、証券業者自身が主導する取引手法に顧客を黙従させ、顧客口座を支配する。そして、多数の証券銘柄を買付け、短期間に処分する。当該売却資金は新たな証券銘柄の購入資金となる。

## 過当取引の民事責任（一）

証券業者が主導して、証券の発行会社の業績および相場動向などに関係なく、無思慮かつ大量に購入した証券銘柄のなかには、相場の急落により、多額の評価損が生じるものも多い。このような証券銘柄は長期間、塩漬状態にされ、売買損の現出を先送りする。

また、①信用取引の買建および売建を同時に行う、②高度な投資判断を要するナンピン買いを多数の証券銘柄において行う、③証券の売付直後に同一銘柄の証券を売付単価と同一単価か、より低い単価で買付を行うなど、経済的合理性および長期的計画性に欠け、かつ、支払経費（売買経費）および投資リスクが増大する証券売買を頻繁に繰り返す。

証券業者が自己利益の実現のため、顧客利益を無視または配慮しない、頻繁な証券取引の結果、売買委託手数料、信用供与に対する金利、取引に係る租税などの支払経費は多額となる。極めて多数回の証券取引のなかには、一定の売買益が生じている取引もある。しかし、支払経費および売買損の総額が売買益をはるかに凌駕し、顧客は多大の運用損（実損）を被ることになる。

このように、証券業者が顧客の口座を支配し、一連の取引を主導して、投資に係る的確な理解および自主的かつ冷静な投資判断を阻害することにより、顧客の投資目的に反する頻繁な回転売買を繰り返す。そして、多額の売買委託手数料および信用供与に対する金利などの収入を獲得する。当該行為は、「過当取引（churning）」と称されている。

過当取引は、米国において「最もありふれた証券詐欺事例」として、1940年代からSECにより規制され、多くの民事訴訟が提起されてきた。わが国においても、近年、投資金額の増大に比例して、顧客が被る損失も多額となり、問題が顕著化している。

証券業者はその専門性および公認性に基づき、委託事務の処理に際し、高度の善管注意義務が要請される。そして、継続的取引関係に付随して、証券業者が投資顧問的役割を有していた場合、誠実公正義務、適合性原則の遵守義務、説明義務および断定的判断の提供の禁止などの責務に加

え、相場状況に応じて顧客利益に配慮すべき忠実義務を負う。

しかし、一定の品質内容が保証される消費者保護とは異なり、証券取引にはリスクが内在しており、投資家の自己責任を安易に軽減させることは困難である。また、頻繁な短期売買による投機的利益を求めているのか、投資リスクの比較的低い証券銘柄を取引対象としたいのか、という顧客の投資目的並びに投資経験、投資知識、経済状況および洗練された投資技術を有するかなどの顧客の属性により、取引手法も異なると言える。そのため、頻繁な証券売買による経済的損失が、直ちに損害賠償の対象となるものではない。

証券の過当取引が違法であり、一連の取引を主導した証券業者に民事責任が課せられるかについて、わが国の証券取引法は明文上、規定していない。そこで、証券の過当取引に関するわが国の判例を概観すれば、過当取引の違法性を次のように分類している。

第一の見解は、過当取引を「証券会社の役職員が、顧客の口座を実質的に支配し、顧客の信頼を濫用して頻繁な売買を行うことにより、損害を被らせた顧客に対する不法行為」とする説。

第二の見解は、過当取引を「継続的取引関係に基づく事実上の一任勘定取引が、顧客の信頼を濫用し、社会的相当性を逸脱した過度な行為である場合、善管注意義務違反による債務不履行責任が生じる」とする説。

第三の見解は、過当取引を「証券会社と顧客との間に一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者たる証券会社は善管注意義務を負い、顧客利益に配慮しない過度な取引は債務不履行責任が生じる」とする説。

第四の見解は、「一任勘定取引契約が締結されている場合、受任者は善管注意義務を負い、自己の利益を図るため顧客の利益に配慮せず、顧客の正当な利益を保護する注意義務に違反した場合、債務不履行責任に加えて、不法行為にも該当する」とする説、である。

司法判断として、会社経営者が投資資金を銀行から借り入れ、法人名義で豊富な資金に基づき証券取引を行ったりするなど、投資家の属性が

## 過当取引の民事責任（一）

一定の社会的地位または信用を有する場合、より高度な自己責任が求められる傾向にあった。そして、過当取引を原因とする多数の損害賠償請求の訴えは、棄却されてきた。

しかし、わが国における近年の判例のなかには、一審原告が長年の投資経験を有する個人投資家だけでなく、企業が事実上の一任勘定取引に誘引した証券会社に対し、過当取引を原因とする訴えを提起し、損害賠償請求が認容されている事例も少なくない。

問題となった取引期間がバブル期でなく、ごく近年であることも多く、わが国においても、証券の過当取引の違法性が判例上、認定されるようになってきたことから、証券の過当取引に係る訴訟件数は増加し、認容事例もまた増えている。

そこで、本稿の第一部は「証券の過当取引規制と民事責任」について、最初に、多数の判例およびSEC審決が蓄積され、活発な議論が展開されている米国の判例法理を考察する。そして、これら米国法の研究から得られる示唆を参考として、近年において急増している日本の過当取引に係る判例について分析をする。

本稿の第一部は、第一章から第四章において、米国における証券業者の行動規範、過当取引の認定基準、判例にみる損害賠償額の算定および民事救済の実現に係る諸問題を概観する。また、第五章から第九章において、日本における証券業者の行動規範、判例にみる過当取引の違法性概念、過当取引の認定基準、損害賠償請求棄却事例の分析および損害賠償額の算定について検討をする。

他方、本稿の第二部は、「商品先物の過当取引規制と民事責任」について考察をする。商品先物取引においても、過当取引は長年、問題となってきた。商品先物の過当取引とは、「ブローカーが手数料を稼ぐ目的で、顧客勘定により、その投資目的に反し、短日時の間に、頻繁な建て落ちの受託を行い、または既存玉を手仕舞うと同時に、新規建玉の受託を行うこと」である。

商品先物業者が売買委託手数料を稼ぐ目的で、顧客との信頼関係を濫用して、顧客の投資目的に反した、経済的ファンダメンタルズおよび合理的な投資計画に基づかない、無思慮かつ無意味な反復売買を繰り返すことにより、顧客は投資上の損失を被ることになる。かつ、その結果、商品先物市場は、適切な需給関係が阻害され、市場価格の公正性が失われることになる。

商品先物取引は限月には売買約定を最終的に決済しなければならず、証券の現物取引と比較して、極めて高度な投資判断を必要とし、ハイリターンが望める反面、ハイリスクである。概して、個人投資家は商品先物業者の取引手法および投資助言に依存せざるを得ない状況に追い込まれ、潜在的に過当取引に誘引される側面がある。

わが国では、商品先物の過当取引は、「転がし」または「無意味な反復売買」と言われ、証券の過当取引以上に、多数の判例がある。商品先物取引は近年、より多数の公衆が行うようになり、その結果、商品先物の過当取引の被害件数が急増している。しかし、頻繁な反復売買が直ちに違法となるものではなく、過当取引に対する明文上の禁止規定はない。そのため、過当取引の違法性、その認定基準および損害賠償額の算定方法など、検討すべき問題は多い。

米国においては、証券業者が顧客口座を支配して行った証券売買が過当取引に該当し、民事責任が課されるかについて判断をするため、その規制および認定要素に関する活発な議論が展開されてきた。しかし、証券の過当取引に対する規制および認定要素の分析が、商品先物の過当取引の事例に必ずしも容易に当てはめることはできない。その理由は、証券取引と商品先物取引との間に、重大な差異があるためである。

そこで、第二部の第一章から第四章においては、多数の判例およびCFTC 審決および民事救済事例が集積する米国における過当取引規制、判例およびCFTC 事例にみる過当取引の認定基準を分析する。そして、民事訴訟、CFTC による民事救済および仲裁に基づく紛争解決方法並び

## 過当取引の民事責任（一）

に損害賠償額の算定について検討を行う。

これら米国法の研究から得られる示唆を参考として、第五章から第九章において、日本の過当取引規制を考察する。そして、最高裁判所平成7年7月4日判決および最高裁判所平成10年11月6日判決に加え、重要な意義を有する東京地裁平成4年8月27日判決および大阪地裁平成8年6月14日判決など、多数の判例を分析することにより、商品先物の過当取引の違法性、認定基準および損害賠償額の算定方法を検討する。

さらに、第三部において、過当取引の立証試案を例示し、本稿が裁判実務の指針となることを目指したい。

## 第一部 証券の過当取引規制の法理

### 第一章 米国における証券業者の行動規範

金融商品および資産運用の方法が複雑化かつ多様化している近年において、証券業者に対する投資家の信頼度および依存度は小さくはない。そこで、証券業者が売買委託手数料または信用取引における信用供与に対する金利などの収入を稼ぎ出すため、顧客との継続的取引関係を濫用し、投資内容に係る的確な理解および自主的かつ冷静な投資判断を阻害して、証券業者自身が主導する投資運用に顧客を黙従させ、顧客口座を支配する。

そして、証券業者は、顧客の投資目的に反する頻繁な短期乗換売買を行う。その一方、経済的合理性に基づかずに購入された多数の証券銘柄のなかには、相場が急落し、多額の評価損が生じるものも多い。当該銘柄は長期間、放置され、売買損の現出を先送りする。

これら取引の結果、売買委託手数料および取引に係る租税などの支払経費の負担並びに投資リスクは拡大し、顧客は投資上の損失を被ることになる。当該行為は「過当取引 (churning)」として、投資金額の増大とともに、わが国においても問題が顕著化している。

しかし、投資商品にはリスクが必然的に内在するため、投資家の自己責任を安易に軽減させることは困難であり、頻繁な証券売買による経済的損失が、直ちに損害賠償の対象となるものではない。そのため、過当取引が違法であり、民事責任が課せられるかについて、わが国の証券取引法は明文上、規定していない。

そこで以下において、証券の過当取引に関する多数の判例およびSEC審決が蓄積され、活発な議論が展開されている米国の判例法理を概観し、証券業者の行動規範、過当取引の認定基準、損害賠償額の算定方法、民事救済の実現に係る諸問題について分析をする。

## 第一節 過当取引規制

### 1 過当取引の要件

証券業者が顧客の投資目的、財産状況に鑑み、量的または頻度において過当となる証券の売買取引を行うことは、1934年証券取引所法15条c項1号<sup>(1)</sup>および同法規則15c(1)-7<sup>(2)</sup>並びに自主規制機関(SROs)の規則であるNew York証券取引所(NYSE)規則408(c)<sup>(3)</sup>およびAmerican証券取引所(AMEX)規則924(c)<sup>(4)</sup>に基づき禁止されている。

証券取引所法15条c項1号は店頭市場におけるブローカー・ディーラーたる証券業者の不正な取引行為を禁止する。そして、当該条項に基づき制定された証券取引所法規則15c(1)-7は、売買一任勘定における過当取引を禁止している。この場合、売買がブローカーによる一任勘定として契約で明記されているものに加え、投資決定がブローカーに事実上、一任されているものも含むというのが、SECおよび判例の立場である。<sup>(5)</sup>

しかし、証券取引所法15条c項1号および同法規則15c(1)-7は、店頭市場における証券取引に対してのみ適用が可能である。その理由は、1940年代および1950年代において、過当取引は店頭市場で活発に行われていたという事情がある。その後、取引所市場においても、過当取引が頻繁に行われるようになり、これら規則では不十分となった。また、明文上、

## 過当取引の民事責任（一）

過当取引を禁止する証券取引所法規則 15c(1)-7 および前述した NYSE および AMEX の規則に関しては、判例上、私的訴権が必ずしも黙示的に認められていない。

そのため、過当取引を原因とする損害賠償請求においては通常、証券取引に係る包括的詐欺禁止規定である、1934年証券取引所法10条 b 項<sup>(6)</sup>および同法規則 10(b)-5<sup>(7)</sup>に基づき訴えが提起されている。

証券取引所法10条 b 項は、上場株以外に、店頭登録株を含む様々な証券の売買に関し、あらゆる形態の詐欺的もしくは欺瞞的行為を包括的に禁止する。そして、本条項の授權に基づき、1942年に証券取引所法規則（SEC規則、以下「規則」）10b-5が制定された。規則10(b)-5は、議会よりも証券市場および証券取引の慣行に精通している証券および取引所委員会（証券取引委員会、以下、「SEC」）に対し、不正行為を規制するために、準司法的権限および規則制定権という準立法的権限を付与している。

証券発行および公開買付に係る不実表示、過当取引、相場操縦、インサイダー取引など、証券の不正取引により損害を被った投資家が、証券取引所法10条 b 項および規則 10b-5に基づき、民事訴訟を提起できるかについては制定当初、予定されていなかった。しかし、1946年の Kardon 判決において、連邦裁判所は明文の民事責任規定を有しない規則 10(b)-5に基づき、損害賠償請求を可能とする私的訴権を黙示的に認め<sup>(8)</sup>た。以降、規則 10b-5に基づく訴訟は飛躍的に増加した。そして、判例を通じ、過当取引などの不正取引の立証基準が示されてきた。

そこで、判例に基づき形成された過当取引の要件は、「ブローカーによる、①顧客の投資目的に反する過度の取引（取引の過度性）、②顧客口座の支配（取引の主導性）、③欺罔の意図（取引の悪意性）が存在すること」である。

すなわち、過当取引とは「ブローカーが手数料などの利益を稼ぎ出すため、顧客の口座を支配することにより、顧客の投資目的に反し、顧客

の利益を無視または配慮しない過度な取引を、欺罔の意図をもって行うこと」であり、連邦証券法に違反する行為であるとされてきた。<sup>(9)</sup>

過当取引の認定においては、欺罔の意図 (scienter) を要件とすることにより、ブローカーが主導した取引行為自体を詐欺的なものとみなし、規則 10(b)-5 に基づき、ブローカーに対し民事責任を課してきた。その場合、一般的にコモンロー上の信認義務違反の責任も認められている。<sup>(10)</sup>

また、過当取引は顧客の投資目的、投資知識、経験および財産状況に適合しない証券が売買され、利益を無視または配慮せずに行われるものであることから、適合性原則に違反する側面がある。そして、過当取引は経済的合理性に基づくことなく証券売買が頻繁に繰り返されることから、間接的には公正な相場形成を阻害することにもなると考えられてきた。<sup>(11)</sup>  
<sup>(12)</sup>

なお、過当取引に係る損害賠償請求においては、1934年証券取引所法 10条 b 項および規則 10(b)-5 とともに、1933年証券法における包括的な詐欺禁止規定である 17条 a 項 3 号<sup>(13)</sup> に基づき訴えが提起されている事例もある。しかし、1933年証券法 17条 a 項 3 号は、「証券の売付」に関する不正行為に対してのみ適用される。また、当該条項に基づく私的訴権は明文では規定されておらず、判例上、必ずしも私的訴権が黙示的に認められてきたとはいえない。そのため、証券法 17条 a 項 3 号にのみに依拠するのではなく、証券取引所法 10条 b 項および規則 10(b)-5 と併せて、過当取引に対する民事救済を求める訴えが提起されている。

このように過当取引は、1934年証券取引所法および同法規則並びに自主規制機関 (SROs) の規則に基づき規制されている。しかし、過当取引の違法性の根拠は、次節以下で検討する、信認義務、看板理論並びに適合性原則の遵守義務といった証券業者の地位および行動規範に係る法理の影響を受けている。

## 過当取引の民事責任（一）

### 2 民事訴訟の増加

1975年証券改革法により、米国では売買委託手数料が自由化された。証券業者は他社との差別化を図るため、手数料の割引率を高くした。その結果、全般的に証券業者の総収入割合のうち、手数料収入の比重は低下した<sup>(14)</sup>。そこで、証券業者はより多額の手数を稼ぎ出すために、顧客に頻繁な取引を行わせ、手数料収入の増加を狙った。証券取引の頻度および取引金額の増加に伴い、ブローカーの手数料収入も増大するという構造のもとでは、ブローカーが過当取引を行う誘因は決して小さくはなく、過当取引の可能性も大きくなったといえる。

1960年代半ばまでは、過当取引を行った悪質なブローカーに対しては、登録の取消など、SECによる行政処分および全米証券業協会(NASD)による懲戒処分が中心であった。とりわけ、1940年代から1950年代のSEC審決においては、信認義務、看板理論および適合性原則の遵守義務違反とともに、過当取引の存在が指摘されていた<sup>(15)</sup>。

すなわち、過当取引は、ブローカーの顧客に対する悪性の強い背任行為の一部を構成するにすぎず、看板理論に基づき、ブローカーが負うべき高度な注意義務および信認義務という、コモンローおよび衡平法に規制の根拠を求めていた。しかし、過当取引を独立した違法類型としては捉えられては<sup>(16)</sup>いなかった。また、過当取引の認定においては、投資家がブローカーを極めて信頼し、かつその取引手法に黙従し、投資経験および知識の欠如といった投資家の属性が極めて重視された。その背景には、証券市場が整備されておらず、証券業者は取引のリスク開示による投資家の利益保護、法規遵守および公正さに対する意識が希薄であり、一般的に投資家自身も証券取引に関する知識は不足していた<sup>(17)</sup>と言える。そして、過当取引に係る判例は、主としてSECが原告となり提起がなされて<sup>(18)</sup>おり、損害賠償請求訴訟は必ずしも多くはなかった。

その後、1960年代後半において、SECおよびNASDによる懲戒処分を通じ、過当取引は独立の違法類型として認識されるようになった。ま

た、SECが示した「ブローカーと顧客の間で、売買一任勘定契約が締結されていなくとも、ブローカーが事実上、顧客の口座を支配し、投資目的に反する過度な取引をしていた場合、証券取引所法規則15c(1)-7に基づく過当取引が成立する」という解釈が一般化し、過当取引は広く規制の対象となった。規則10(b)-5の私的訴権が黙示的に認められるようになり、過当取引を原因とする損害賠償請求訴訟は増加していった。

とりわけ、1980年代以降、過当取引に係る民事訴訟の件数は急増した。その理由として、①様々な判例を通じ、過当取引の認定基準が確立してきたこと、②損害賠償額の算定において、原告が支払った手数料だけでなく、口座価値の下落に関する損害も認められるようになったこと、③裁判所が過当取引に対する抑止的效果を高めるために、補償的損害賠償に加え、多額の懲罰的損害賠償を認めるようになり、被害者が民事訴訟を提起する上でのインセンティブが増大したこと、などが考えられる。

米国の連邦証券諸法に係る民事訴訟では、裁判所はブローカー側の賠償責任を「全か無か (all or nothing)」で判断している<sup>(19)</sup>。過当取引による損害賠償請求においても、ブローカー側が責任を負うのかどうかの有無を明確にし、ブローカーが責任を負うと判断された場合には、投資家が被った損害を賠償額としている。それに対し、日本の過当取引に係る民事訴訟では、投資家側の主張が認められながら、大半の事例において、ブローカー側と投資家側の両方の責任を認め、過失相殺により、その責任を配分し、投資家が被った損害額を一定の割合に基づき減じた額を賠償額としている<sup>(20)</sup>。

なお、米国では近年、過当取引により損害を被った投資家は、NASD および NYSE などの SROs または米国仲裁協会 (AAA) による仲裁または調停を通じ、証券業者との紛争を解決する事例が多い<sup>(21)</sup>。

### 3 投資利益の存在と過当取引

投資家は、過当取引により、多額の手数料などの売買経費を支払うこ

## 過当取引の民事責任（一）

とになるとともに、ブローカーが主導した合理的根拠を有しない証券売買により、口座価値の下落により損害を被ることになる。しかし、米国の過当取引を原因とする民事訴訟においては、投資家の口座価値の総額が下落しておらず、投資利益が存在する場合でも、ブローカーの責任を認定している事例がある。

例えば、Nesbit 判決および Davis 判決<sup>(22)</sup>は、顧客がブローカーの主導する取引手法により、売買益を獲得したにもかかわらず、一連の取引が過当取引として、損害賠償請求を認容した事例である。

両判決において、第八巡回区裁判所および第九巡回区裁判所という異なる巡回区裁判所が「過当取引による手数料の支出および口座価値の下落は、それぞれ独立した損害である。そのため、口座価値の騰落に関係なく、証券会社は過度の取引により、手数料を不当に稼いだのであり、それは吐き出すべきものである」と指摘した。

Nesbit 判決において、売買益と支払った手数料総額を比較すれば、前者が多いことから、実質的に経済的損失を被っていた。第九巡回区裁判所は、「投資利益と支出した手数料相当額は、相殺されない」と説示し、全手数料のうち過当取引に係る手数料の返還を命じた。当該損害賠償により、原告は多額の利益を獲得したことになった。

他方、Davis 判決において、投資利益と手数料総額を比較すれば、前者が多い。しかし、第八巡回区裁判所は、「過当取引と認定される期間に、原告の口座価値が同時期の市場と同じだけの上昇を示していない場合、損失を被っている」と述べる。すなわち、裁判所はブローカーが適切な資産運用を主導しておれば、より多くの利益を原告にもたらしたと判断したのである。その結果、「当時の市場状況から55,600ドル以上の追加的利益が見込まれる」として、支払った手数料を加算して、10万ドルの補償的損害賠償および200万ドルの懲罰的損害賠償が認められた。

このように過当取引とは、「顧客の口座価値の騰落にかかわらず、本質的にその価値を損なうもの」である。それ故、投資利益が存在する場合

でも、過当取引の違法性が認定される可能性がある。

(1) 1934年証券取引所法15条c項1号は、つぎのように規定する(1934年証券取引所法および同法規則の日本語訳については、『外国証券関係法令集アメリカI(改定版)』(日本証券経済研究所, 1990年)および『外国証券関係法令集アメリカIII』(日本証券経済研究所, 1979年)を参照した。最近の条文改正については, JENNINGS, MARSH, COFFEE, SELIGMAN, FEDERAL SECURITIES LAWS—SELECTED STATUTES, RULES AND FORMS—(New York Foundation Press, 1999)による)。

(c) (1)ブローカーまたはディーラーは、自己が会員である国法証券取引所外において、相場操縦的、欺瞞的またはその他の詐欺的な策略または術策により証券の取引を行いまたは購入もしくは売却を誘引しようとするために郵便または州際通商の方法もしくは手段を利用してはならず、また、地方債証券ディーラーは、相場操縦的、欺瞞的またはその他の詐欺的な策略または術策により、地方債証券の取引を行いもしくは購入もしくは売却を誘引もしくは誘引しようとするために郵便または州際通商の手段を利用してはならない。委員会は、本号に関して、規則により、相場操縦的、欺瞞的またはその他の詐欺的な策略または術策を定義しなければならない。

(2) 1934年証券取引所法規則15c(1)-7は、つぎのように規定する。

(a) 法第15条c項1号において使用される「相場操縦的、欺瞞的、またはその他の詐欺的な策略または術策」には、ブローカー、ディーラーまたは地方債証券ディーラーが、自己または自己の代理人もしくは使用人に自由裁量権が与えられている顧客の勘定と、または当該顧客勘定のために、当該勘定の資力および性格に鑑みて量的または頻度において過当となる購入または売却取引を行う一切の行為を含むものとする。

(3) New York 証券取引所規則408(c)は、つぎのように規定する(The Official Constitution and Rules of New York Stock Exchange, Inc., (CCH Inc., 1995))。

(c) 顧客の口座に対し取引一任勘定の権限を有するいかなる会員若しくは提携する会員または当該会員のいかなる従業員は、顧客の口座の財政状況に照らし、規模または頻度において、過度である証券の購入または売却を行ってはならない(およびいかなる会員は、顧客の口座に対し取引一任勘定の権限を有する会員、提携する会員または従業員に、顧客の口座の財政状況に照らし、規模または頻度において、過度である証券の購入または売却を行わせてはならない)。

(4) American 証券取引所規則924(c)は、つぎのように規定する(The Official Constitution and Rules of American Stock Exchange, Inc., (CCH

## 過当取引の民事責任（一）

Inc., 1996)。

(c) 顧客の口座に対し取引一任勘定の権限を有するいかなる会員およびパートナー、当該会員のいかなる役員または従業員は、取引一任勘定権限の行使において、顧客の口座の財政情況に照らし、規模または頻度において、過度であるオプション契約の購入または売却を行ったり、行わせたりしてはならない。

(5) 例えば、SECは、Norris & Hirshberg 審決において、「投資決定がブローカーに事実上、一任されているものも含む」と解している (In re Norris & Hirshberg, Inc., 21 S. E. C. 865 (1946))。

(6) 1934年証券取引所法10条b項は、つぎのように規定する。

いかなる者も、直接または間接に、州際通商の方法および手段もしくは郵便または国法証券取引所の施設を利用して、次に掲げる行為を行うことは違法である。

(b) 委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則に違反して、国法証券取引所に登録されている証券または登録されていない証券の買付または売付に関して相場操縦的または欺瞞的な策略もしくは術策を用いること。

(7) 1934年証券取引所法規則10(b)-5は、つぎのように規定する。

いかなる者も州際通商の方法もしくは手段、または郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の購入または売却に関して、直接または間接に次の各項に掲げる行為を行うことは違法である。

(a) 詐取を行うための策略、計略または技巧を用いること、

(b) 重要な事項について事実と異なる記載を行うことによりまたはそれが作成された当時の状況にかんがみ記載につき誤解をさけるために必要な重要事項の記載を省略すること、

(c) いずれかの者に対して詐欺もしくは欺瞞となり、または詐欺もしくは欺瞞となるおそれのある行為、慣行または業務方法を行うこと。

(8) 連邦裁判所は証券の不正取引の被害者を救済するため、1946年のKardon 判決 (Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (1946)) 以降、明文の民事責任規定を有しない1934年証券取引所法規則10(b)-5に基づき、損害賠償を請求する私的訴権 (implied private right of action for damages) を黙示的に認めてきた。とりわけ、不実表示などの情報開示に係る詐欺的行為に対し、①不実表示または省略した事実の重要性、②原告によるこれら表示に対する信頼、③不法行為者の欺罔の意図、④損害との因果関係、⑤原告が問題となった証券の株主または売主であること、を要件として、損害を被った投資家による損害賠償請求を認容してきた (今川嘉文『相場操縦規制の法理』(信山社, 2001年) 51頁)。なお、証券取引所法

10条b項および規則10(b)-5に基づく損害賠償請求権の出訴期限については、第四章第一節を参照。

- (9) 今川嘉文「過当取引の違法性と認定要素」インベストメント（大阪証券取引所）52巻1号17頁。
- (10) 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』（日本証券経済研究所，1996年）54頁。
- (11) Comments, *Churning and the Death of Low Risk Larceny: Calculating Damages to Redress the Churning Client's Loss in Portfolio Value*, 21 Calif. Wes. L. Rev. 149, 161 (1984).
- (12) Comments, *Private Actions for the Broker's "Churning" of A Securities Account*, 40 Mo. L. Rev. 281, 292 (1975).
- (13) 1933年証券法17条a項3号は、つぎのように規定する。  
(a)いかなる者も、証券の売付申込または売付に際し、州際通商における輸送もしくは通信の方法もしくは手段または郵便を利用して、直接また間接に次の各号に掲げる行為を行ってはならない。  
(3)購入者に対して詐欺もしくは欺瞞となりまたはなると思われる取引、慣行または業務方法に従事すること。
- (14) 佐賀卓雄『アメリカの証券業』（東洋経済新報社，1991年）71-92頁。売買委託手数料の自由化は、Kaplan v. Lehman Brothers, 389 U. S. 954 (1966) 判決が契機となった。本件では、固定売買委託手数料制が、独占禁止法違反に該当するかが問題となった。
- (15) 例えば、In re E. H. Rollins & Sons, Inc., 18 S. E. C. 347 (1945); In re Norris & Hirschberg, Inc, 21 S. E. C. 865 (1946).
- (16) 松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買の規制と認定基準(二)」法研論集（早稲田大）65号，242-243頁。
- (17) Comment, *The Lack of a Definite Standard to Measure Excessive Trading Activity in Over the Counter Customers' Securities Accounts*, 41 Temp. L. Q. 116 (1967).
- (18) 損害賠償請求訴訟が少なかった理由として、①過当取引の認定基準が必ずしも確立していなかったこと、②過当取引は他の訴訟原因とともに主張され、過当取引だけでは損害賠償請求が認容されにくかったこと、③訴訟コストに見合う損害賠償額が認定されなかったこと、などを指摘することができる。
- (19) アンドリュウ・M・パーデック『証券取引勧誘の法規制』（商事法務研究会，2001年）278頁。
- (20) 日本の判例にみる過当取引に係る損害賠償額の算定については、第五

## 過当取引の民事責任（一）

章を参照。

(21) 証券仲裁および調停については、第四章第二節を参照。

(22) *Nesbit v. McNeil*, 896 F.2d 380 (9th Cir. 1990); *Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 906 F.2d 1206 (8th Cir. 1990). これら判例の分析については、第四章第一節を参照。

### 第二節 信認義務

ブローカーは顧客から証券取引の注文を受けた場合、顧客に対し、代理人 (agent) としての信認義務 (fiduciary duty) を負う。信認義務は、Restatement of the Law (Agency) に基づき、コモンローおよび衡平法により発展してきた概念である。これまで、多くの判例において、ブローカーが守るべき行為規範として、適用範囲が広範である1934年証券取引所法10条b項および同法規則10(b)-5違反とともに、コモンロー上の信認義務違反が問題とされてきた。それ故、信認義務の存在の有無は、ブローカーが負うべき責任に重要な影響を及ぼしている。

例えば、証券の売買取引に関する顧客の注文につき、代理人としてのブローカーは、本人である顧客に対し、最上の利益のために行動する最良執行義務がある。これは、コモンローの代理の法理に由来する。ブローカーが信頼を基礎とする顧客関係を作り上げ、顧客がブローカーの助言および推奨を信頼し、それに従っている場合、ブローカーと顧客の間に信認関係が認められる。かかる場合、ブローカーは顧客の注文について最も有利な条件を確保する積極的な義務を負う。そして、最良執行を確保するための合理的な注意を怠るか、最良執行を確保しないことの十分な情報提供を怠るときは、連邦証券諸法の詐欺禁止規定の違反が生じるものとされている。<sup>(1)</sup>

ブローカーが顧客の投資決定に対する事実上の裁量権を有し、継続的取引関係にある場合、顧客との間に委任関係以上の高度な信認関係から「忠実義務」を負うことになる。<sup>(2)</sup> 信認義務は元来、州法上の問題であるが、当該法理に基づき、ブローカーの責任が導かれることにより、連邦

証券諸法の規制に大きな影響を及ぼしている。<sup>(3)</sup>

このように、ブローカーが顧客の代理人という立場に基づき信認義務が認められ、そこから根拠のない投資推奨の禁止、無断売買の禁止などの公正な取引義務がブローカーに課せられる。他方、ディーラーは顧客との間における直接的な信認関係はないが、その取引力および情報量が市場圧力となり、顧客の利益が不当に害されることを防ぐために、公正な取引義務がディーラーに課せられるのである。

そこで、「ブローカーが単に顧客の注文を執行するときには、狭い範囲の信認義務しか負わない。しかし、ブローカーが顧客の口座を完全にまたは事実上、支配しているときには、最大範囲の信認義務を負うことになる」という学説がある一方、判例を概観すれば、信認義務の有無と程度並びにそれに伴う注意義務の程度は固定していないとする指摘がある。<sup>(4)</sup>

ブローカーと顧客との関係は、取引形態により異なるといえる。例えば、投資助言を一切行わないディスカウント・ブローカーを通じた取引の場合、また、特定のブローカーと継続的に取引関係を有している場合、そして、顧客がブローカーに投資判断を全面的に任せる売買一任勘定取引または事実上の売買一任勘定取引の場合など、信認義務の内容は異なることになる。<sup>(5)</sup>

すなわち、ブローカーが顧客からの売買注文に係る単なる執行機関にすぎない場合、ブローカーは受託者として最良執行義務に基づき、顧客の指示を正確に執行するにとどまる。他方、ブローカーが顧客に対し、投資に関する助言および推奨を与え、顧客はブローカーからの助言指導および推奨に従い売買注文を出すという継続的かつ投資顧問の取引関係が構築され、さらに、ブローカーが顧客口座を実質的に支配し、その取引を主導している場合、ブローカーは受託者として、顧客の利益を最大限に図る高度の信認義務を負う。

その場合、ブローカーは、①顧客の要望および投資目的に基づく方法

## 過当取引の民事責任（一）

で口座を管理し、②顧客の利益に影響を及ぼす市場変化について認識し、当該市場変化に適切に対応し、③実際に成立させた各取引の内容を顧客に知らせ、④ブローカーが行っている取引についての実質的な効果並びに生じうるであろう投資リスクを率直に説明しなければならない、義務を負っているといえる。<sup>(6)</sup>

このように、正式な売買一任勘定取引契約が締結されていなくとも、ブローカーが事実上、顧客口座を支配し、実質的な売買一任勘定取引が行われている場合には、継続的かつ投資顧問の関係が存在し、顧客とブローカーとの間に信認義務が成立していると考えられる。当該状況下においては、ブローカーは、顧客のニーズ、投資目的、財産状況、投資経験および投資知識などを聞き出し、顧客が各取引内容を理解しているかを確認し、顧客が属性に反する不適合な取引を求めたときには、その不適合性を理解させなければならないのではないか。<sup>(7)</sup>

過当取引は、「取引の主導性（口座支配性）」を要件としているが、その立証には、ブローカーと顧客との関係を詳細に分析しなければならない。取引の主導性（口座支配性）とは、ブローカーが顧客口座を支配している状態であり、一任勘定取引または実質的な一任勘定取引がそれに該当する。

前述したように、一任勘定取引契約が締結されているならば、ブローカーは顧客の財産を管理および運用することを信託されており、高度の信認義務を負うが、事実上、顧客口座をブローカーが支配している場合でも、同じである。当該状況下において、ブローカーは信認義務を負う受託者としての地位は、証券の取引回数および取引量に比例して増大する売買委託手数料を受領する営業員としての地位に優先するものである。<sup>(8)</sup>

ブローカーは顧客に頻繁かつ多量の証券売買をさせればさせる程、顧客がこれら取引により利益を獲得するかどうかに関係なく、ブローカーの手数料収入は増えることになる。それ故、ブローカーが顧客の投資目

的に反し、財産状況、投資経験および投資知識などに鑑みて、過度に頻繁かつ多量の証券売買を顧客勘定により行うことは、ブローカーが負うべき信託義務を逸脱した行為である。

- (1) 神崎克郎「流通市場の改善——顧客注文処理規則の改正」証券取引法研究会国際部会編『欧米における証券取引制度の改革』（日本証券経済研究所，1998年）137頁。
- (2) Nichols, *The Broker's Duty to His Customer under Evolving Federal Fiduciary and Suitability Standards*, 26 Buf. L. Rev. 435 (1977).
- (3) 松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買の規制と認定基準(四・完)」法研論集（早稲田大）67号235頁。
- (4) アンドリュウ・M・パーデック『証券取引勧誘の法規制』（商事法務研究会，2001年）61頁。
- (5) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂，1999年）199頁。
- (6) Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 461 F. Supp. 951 (1978).
- (7) パーデック・前掲注(4)62頁。
- (8) 小島秀樹「日本における証券過当売買規制の相違」商事法務1289号6—7頁。

### 第三節 看板理論

看板理論 (shingle theory) とは、「証券業者は、証券業務を営む、すなわち、証券業者としての看板をかかげることによって、専門家の標準に従い顧客と公正に取引をすることを黙示的に表示したものと取り扱われる」とするものである。当該義務に違反する証券業者は、一般詐欺禁止規定である1934年証券取引所法10条b項および15条に基づく責任を負うことになる。<sup>(1)</sup> 1943年の Charles Hughes 判決において採用されて以降、一般詐欺禁止規定のもとで証券業者の詐欺的行為を規制するために、SECが発展させてきた理論である。<sup>(2)</sup><sup>(3)</sup>

第二巡回区裁判所は、Charles Hughes 判決において、「店頭登録銘柄の株式を売買する証券業者は、店舗において、自身を助言を行うに適任であると表示しており、顧客の無知を利用してはならない。ブローカー

## 過当取引の民事責任（一）

と顧客の間に、信頼が確立された以上、顧客に対する株式の売付価格が市場価格をかなり上回ることにより、ブローカーが利益を獲得する場合、当該利益を顧客に開示しないことは、重要事実の省略である」と判示した。<sup>(4)</sup>

その後、看板理論は、証券業者による証券に関する予測および意見、推奨には、十分な根拠を有しなければならないことを根拠づける理論となった。すなわち、看板理論は、「ブローカー・ディーラーが『証券会社』という看板を掲げて営業を行う以上、ブローカー・ディーラーは顧客に対して公正かつ適正な取引をする義務があり、投資勧誘に際しては十分な根拠を有して行うことを、黙示的に表示している」という考え方である。<sup>(5)</sup>

そのため、不公正取引および不当勧誘を、ブローカー・ディーラーという看板に係る表示違反と捉え、<sup>(6)</sup> 勧誘の際の予測および意見、推奨する証券取引の適合性などに関し、ブローカーの判断は合理的な根拠を有していなければならないとする。

例えば、SECは、Alexander Reid 審決において、「ブローカーが顧客に推奨しようとする株式に関し、ブローカーの意見および予測は、知識および注意深い考察に基づいてなされるべきことを黙示的に表示している。このような合理的な根拠がなければ、その意見および予測は詐欺に該当する」と指摘している。<sup>(7)</sup> なお、SECは、多くの審決において、顧客に投資に係る専門的知識および投資経験を有していたとしても、看板理論に基づく証券業者の義務は軽減されないという立場を示している。<sup>(8)</sup>

また、第二巡回区裁判所は、Hanly 判決において、「証券に関する、ブローカーの意見、予測および推奨については裏付けがなければならず、勧誘について十分な根拠を有していなければならない」と説示する。<sup>(9)</sup>

ブローカー・ディーラーに対し、看板理論という公正かつ適正な取引義務が認められる根拠は、ブローカー・ディーラーのプロフェッショナル

ル性および専門性にあると考えられる。ブローカー・ディーラーとして看板を出すことは、プロフェッショナル＝専門的職業家として、投資家に対し、公正かつ適正な取引を行う義務を負うことの表示である。

看板理論は、投資において避けることのできない投資リスクにまで、ブローカー・ディーラーに責任を課すものではない。しかし、ブローカー・ディーラーは証券投資に関し、情報収集・分析能力、知識、経験および資金などにおいて、顧客よりも優位な立場にあり、それ故に、顧客は証券業者を信頼することになる。そして、このような信頼関係を、証券業者が濫用することは、許されるものではないという考えが導き出される。

看板理論の適用は、ブローカー・ディーラーに対するSECによる行政処分事例が多数を占めている。看板理論はSECが処分を課すための根拠理論の一つであり、看板理論に反する行為が直ちに、証券取引所法10条b項および同法規則10(b)-5違反に基づく民事責任の根拠とはなるものではない。<sup>(10)</sup>

しかし、看板理論に基づく公正かつ適正な取引義務が、詐欺的取引規制の法理に影響を与え、証券取引所法10条b項および同法規則10(b)-5による規制対象を柔軟に捉えるようになってきたことは事実である。そのため、看板理論は過当取引に対する様々な規制の根拠となった。そして、ブローカーが顧客口座を支配し、その利益を無視または配慮せずして、手数料を稼ぐため過度に頻繁な売買を繰り返すという過当取引は、証券業者による詐欺的な行為として、看板理論に反するとされる。<sup>(11)</sup>

看板理論はブローカー・ディーラーと顧客との信認関係の有無に関係なく、特別な義務を証券業者に課すものである。そして、証券業者と顧客との間に信認関係が成立する場合には、証券業者の責任はより厳格なものとなる。<sup>(12)</sup>ブローカーと顧客との間に継続的取引関係があり、ブローカーが顧客の口座を事実上支配している場合には、信認関係が成立し、当該状況下において、ブローカーが合理的な根拠のない意見および予測

## 過当取引の民事責任（一）

を述べて証券を推奨をした場合、顧客に対する民事責任が生じうると考えられる。

- (1) 神崎克郎『証券取引規制の研究』（有斐閣，1968年）169頁。
- (2) 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』（日本証券経済研究所，1996年）46頁。なお、「shingle」とは、元来、医院または弁護士事務所の小看板をいう。
- (3) 前田雅弘「証券業者のディーラー業務と投資者保護」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』（日本証券経済研究所，1996年）59頁。
- (4) Charles Hughes & Co. v. SEC, 139 F. 2d 434 (2d Cir. 1943).
- (5) BROMBERG & LOWENFELS, SECURITIES FRAUD & COMMODITIES FRAUD (McGraw-Hill Inc., 2d ed., 1994), Volume 4, §15.07(214) (6).
- (6) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂，1999年）200頁。
- (7) In re Alexander Reid & Co., 40 S. E. C. 986 (1962).
- (8) 前田雅弘・前掲注(3)62頁。
- (9) Hanly v. SEC, 415 F. 2d 589 (2d Cir. 1969).
- (10) 山下友信・前掲注(2)48頁。
- (11) Jacobs, *The Impact of Securities Exchange Act Rule 10b-5 on Broker-Dealers*, 57 Cornell L. Rev. 869, 930 (1972).
- (12) 前田雅弘・前掲注(3)68頁。

## 第四節 適合性原則

適合性原則 (suitability rule) とは、「ブローカーは顧客の投資目的、投資知識、経験および財産状況を聞き出し、証券および当該発行会社に関する調査をした後に、顧客に適した証券を推奨しなければならない」とするものである。<sup>(1)</sup> 適合性原則は、「汝の顧客を知れ」原則 (“know the customer” rule) とも言われる。

適合性原則の遵守義務は、米国では全米証券業協会 (NASD) の公正慣習第3号規則<sup>(2)</sup> 2条および New York 証券取引所 (NYSE) 規則405<sup>(3)</sup> において規定されている。違反したブローカーはこれら自主規制機関 (SROs) の規則に基づき、懲罰的措置が課せられる。また、ブローカーが

適合性原則に反する不適切な証券を顧客に推奨したことにより、顧客が損害を被った場合、後述するように、ブローカーは民事責任を負うことがある。<sup>(4)</sup>

連邦証券法における規定では、1934年証券取引所法規則 15(b)10-3<sup>(5)</sup>は、「NASDの非会員の証券業者が、顧客に証券を推奨する場合、顧客の投資目的、財産状況、ニーズ、その他当該証券業者が知りうる情報に基づいて、自己の推奨が当該顧客に不適切なものでないと信ずるに相当な理由をもたなければならない」旨を規定していた。しかし、規則 15(b)10-3は、1983年に廃止されている。

また、1934年証券取引所法規則 15(b)2-5および同規則 15(g)-9は適合性原則を規定するが、規則 15(c)2-5は一定の取引に対する信用の供与に係る規制であり、規則 15(g)-9はペニーストック取引の勧誘に係る規制である。

ペニーストックとは、米国ピンクシート市場において1株5ドル未満で、多くの場合1株1ドル未満で売買される低額株のことである。ペニーストックは社歴が浅く、財務基盤が脆弱であるベンチャー企業などの発展途上にある企業が、資金調達のため発行をしている。<sup>(6)</sup>ペニーストックは低額であるため、多くの個人投資家が売買をしているが、投機的側面を有するため、ブローカーは取引前に、顧客から書面による取引の合意を得なければならない。

このように、規則 15(c)2-5および規則 15(g)-9は断片的な適用をみるだけであり、適合性原則は主としてSROsの規則に基づく原則といえる。しかし、1934年証券取引所法規則並びにSROsの規則であるNASD規則およびNYSE規則のいずれにおいても、証券業者は、顧客の側の「財産状況および投資目的」を積極的に調査しなければならないという意味で、適合性原則は具体化されている。<sup>(7)</sup>すなわち、顧客に関する基本的事実を知るための注意義務を、証券業者に課している。

しかし、適合性原則に関するSROsの規則違反が、直接の訴訟原因と

## 過当取引の民事責任（一）

なるかについては、判例は必ずしも一致していない。例えば、Buttrey 判決は、NYSE 規則405条違反に基づく民事責任を認めている。<sup>(8)</sup> それに対し、Jablón 判決<sup>(9)</sup>および Verfone Securities 判決<sup>(10)</sup>は、SROs の規則に基づく私的訴権を否定している。

他方、適合性原則の遵守義務違反が連邦証券法に基づく民事責任の根拠となるかについても、裁判所の見解は別れている。例えば、Clark 判決は、「ブローカーが顧客に不適切な証券であると知りつつ、それを推奨した場合、証券取引所法規則10(b)-5違反となり、同規則に基づく私的訴権が認められる<sup>(11)</sup>」と判断した。そして、適合性違反の判断基準を以下のように指摘した。すなわち、

原告は、「①購入した証券は顧客のニーズに適合しなかったこと、②被告ブローカーは購入された証券が、顧客のニーズに適合していないと知っていたか、またはそのように合理的に考えていたこと、③それにもかかわらず、ブローカーは顧客に適合しない証券を推奨したこと、④欺罔の意図をもって、ブローカーは当該証券の適合性について不実表示または重要な事実を省略したこと、⑤顧客がブローカーの詐欺的な行為を正当に信頼していたこと」を立証しなければならない。

しかし、多数の判例を概観すれば、適合性原則違反<sup>(12)</sup>の具体的な判断基準は、米国の判例法理においても確立されていない。裁判所による「投資家保護」と「投資家の自己責任原則」とのバランスの取り方が、一定ではないということかもしれない。

適合性原則に係る問題として、「適合性」の概念が曖昧であり、推奨する銘柄が顧客に適合するかどうかの判断は容易ではない。また、顧客の投資目的と資産・知識などが相反する場合、ブローカーはどのような態度をとるべきか。例えば、資産が潤沢ではなく、投資知識および経験の浅い顧客が投機的な証券の取引を求めてきた場合、ブローカーは当該証券の取引を推奨したり、その注文を執行することに責任はないのか。

顧客がこのような投資に成功し、多大の利益を獲得した場合には、適

合性原則に基づくブローカーの責任は追求されず、多大の損失を被った場合にのみ、適合性原則に基づく責任が追求されることになるのであろうか。<sup>(13)</sup>

前述した、Clark 判決は特異な事例であることは否定できず、倫理が法に影響を与えた判例とみなされている。他方、Mauriber 判決<sup>(14)</sup>は、適合性原則違反に基づく民事責任が認められた事例であるが、詐欺的要素の有無が問題となっている。本件原告は身体に障害をもつ退職者であり、被告は売買一任勘定取引を告げずに契約をさせ、原告が有していた優良株を売却して、リスクの高い証券に乗り換えさせた。また、過当取引の事実も認定されている。このように、故意に不適合な投資を勧誘したことに、「詐欺性」を認め、規則10(b)-5違反に基づく損害賠償請求が認められている。

適合性原則は、ブローカーに対する行政処分の根拠として大きな意味を有してきたが、必ずしも民事責任の直接的な根拠とはなっていない。しかし、適合性原則に関する SROs の規則違反は、ブローカーの信認義務違反の認定に影響を与えている。また、近年、顧客と証券業者間の証券取引をめぐる紛争解決の手段として多く利用されている証券仲裁の裁定においては、適合性原則に関する SROs の規則違反に基づき、証券業者に損害賠償責任を課している。

適合性原則と過当取引との関係について考察すれば、本質的に、過当取引が証券売買の「頻度」に係わる行為であるのに対し、適合性原則は、証券の「勧誘」および「質」に係わる不公正行為を規制する。そのため、適合性原則の違反行為と過当取引は個別に論ずるべきかもしれない。しかし、それらはどちらも、顧客の投資目的に反し、顧客利益を無視して行われるものである。實際上、過当取引が認定された事例においては、適合性原則に反する取引が少なからず含まれている。

各取引において、個々の取引銘柄が当該顧客にとり、適切かどうかを判定するのは困難であり、必ずしも明確な基準は存在しない。<sup>(15)</sup>

## 過当取引の民事責任（一）

証券投資に関する知識および経験が不十分であり、資力が乏しい顧客を誘引して、投資リスクの高い証券またはデリバティブ商品を組み込んだ取引を行わせることは、適合性原則に反するといえる。

このように、顧客の投資目的、投資経験・知識、財産状況に照らし適合性原則に反する取引が含まれる場合には、過当取引の要件である「取引の過度性」要件の認定要素となるといえる。すなわち、過当取引の判例形成において、顧客の投資目的、投資知識および経験などの要素を重視する側面は、適合性原則の間接的な影響を示している。

現実に多数の過当取引に係る民事訴訟においては、顧客の属性に照らし、適合性原則に反する投資リスクが高い金融商品を、ブローカーが主導して頻繁な取引を行わせることは、顧客利益を無視または配慮しない行為として、過当取引の認定に係る要素の一つとなっている<sup>(16)</sup>。

過当取引に対する損害賠償額の算定に関し、適合性原則に反しない売買については、損害額が減額されることも考えられる。適合性原則とは、顧客への勧誘から生じた損失に対する保証者となるものではなく、せいぜい不適合な勧誘が禁止されるものであるからだ<sup>(17)</sup>。

例えば、下落傾向の市場において、顧客が証券を売却する。この場合、売建の信用取引を除き、必ずしも適合性に反しない証券取引であったとしても、投資上の損失を被るであろう。相場変動に伴う投資リスクを転嫁して、単に顧客口座における市場価値の減少分を補償することは、ブローカーを証券市場の保険業者とし、顧客に棚ぼた的利益を認める結果となる<sup>(18)</sup>。

しかし、多くの裁判所は、「過当取引とは、問題となった一連の取引全体が、顧客の投資目的に反する違法行為」と指摘し、損害賠償額を算定している。すなわち、過当取引は個々の取引に関する違法性だけでなく、取引行為全体の違法性がより問題とされるからである<sup>(19)</sup>。

(1) Jacobs, *The Impact of Securities Exchange Act Rule 10b-5 on Broker-Dealers*, 57 Cornell L. Rev. 869, 897 (1972).

(2) 全米証券業協会 (NASD) の公正慣習 3 号規則 2 条は、以下のように規定する (NASD Manual CCH ¶2152)。なお、同条は、1990年に改正された。

会員は、投資がマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドに限定された場合の顧客との売買以外については、機関投資家以外の顧客に対して推奨した売買の執行に先立ち、①顧客の財産状態、②顧客の課税上の地位、③顧客の投資目的、④顧客に対して推奨するにつき会員または登録された代表者により使用されまたは合理的かつ必要であると認められるその他の情報を入手するよう合理的に努めなければならないものとする。

(3) New York 証券取引所規則405は、「証券会社は、あらゆる顧客に関する極めて重要な事実を知るために努力すべきである」と規定する (NYSE Guide CCH ¶2405, at 3697)。

(4) Cohen, *The Suitability Rule and Economic Theory*, 80 Yale L. Rev. 1604 (1971)。

(5) 1934年証券取引所法規則 15(3)10-3 は、以下のように規定していた。

顧客に対し、いずれかの証券の購入、売却または交換を推奨するすべての非協会会員ブローカーまたはディーラーおよび提携関係者は、顧客の投資目的、財産状況、ニーズ、その他当該ブローカーもしくはディーラーまたは提携関係者の知りうる情報に基づいて、自己の推奨が当該顧客に不適切なものでないと信ずるに相当な理由をもたなければならない。

(6) 今川嘉文『相場操縦規制の法理』(信山社、2001年) 225頁以下。

(7) 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』(日本証券経済研究所、1996年) 50頁。

(8) *Buttrey v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 410 F. 2d 135 (7th Cir. 1969)。

(9) *Jablon v. Dean Witter & Co.*, 614 F. 2d 677 (9th Cir. 1980)。

(10) *In re Verfone Sec. Litig.*, 11 F. 2d 865 (9th Cir. 1993)。

(11) *Clark v. John Lamula Inv., Inc.*, 583 F. 2d 594 (2d Cir. 1978)。

(事実の概要)

一審原告 Grupe は、50歳代後半の女性であり、現在は退職しているが、元学校教師であった。Grupe は離婚に際し、二番目の夫から総額138,000ドルを受け取り、そのうち、約100,000ドルを投資することにより、毎月1,000ドルの利益を得ることを望んでいた。

一審被告 John Lamula Investors, Inc. (以下、J L I) は証券の売買を業とする会社であり、また、同被告 Lamula は、J L I の社長兼役員 の地位にあり、同社株式の大多数を所有していた。

## 過当取引の民事責任（一）

1974年3月に、Grupe は友人から Lamula を紹介され、同氏とその後三ヵ月間に数回会い、投資計画を相談した。1974年5月下旬に、J L I は94,360ドルで転換社債を購入し、Grupe に対し、同社債を105,250ドルで売却した。J L I は当該取引により、10,890ドルの売買益を得た。

Grupe が当該転換社債を調査したところ、劣悪な「ジャンクボンド」であることが分かった。ジャンクボンドとは、B A Aまたはそれよりも低い格付けを有する社債について、証券業界において用いられている用語である。Grupe はJ L I および Lamula に当該社債の処分を依頼したが、拒否された。そのため、他の証券会社を通じ、1974年8月に売却したが、29,311.96ドルの損失が生じた。

そこで、Grupe は、J L I および Lamula に対し、1934年証券取引所法10条b項および同法15条c項1号違反、NASD 公正慣習規則違反並びにコモン・ロー上の信認義務違反に基づき、損害賠償を請求した。

### （一審判決）

被告 Lamula が原告 Grupe に売り付けた証券は、原告のニーズに対し不適合なものであった。被告 Lamula はそれを認識し、または合理的に確信していた。また、Lamula は、Grupe が証券の売買に関し、被告の推奨に依存させることを意図し、現実に原告は同被告に依存していた。

さらに、一連の取引過程において、被告 Lamula は、原告 Grupe に対し、以下のことを知らせていなかった。すなわち、①原告の考えに見合った、他に適合する投資機会があることについて、②格付機関が当該転換社債に対し、どのような格付けをしたかについて、③多大のリスクを伴う投機的な証券を購入しなければ、年12,000ドルの利益を期待することはできないことについて、④原告が購入した転換社債の買付に伴うリスクの程度について、である。

もし被告がこれら内容を原告に知らせていたならば、原告はジャンクボンドといえる当該転換社債を購入していなかったであろう。Lamula は、Grupe に不実の説明をしたわけではない。また、Lamula は自己勘定でかつマーケットメーカーとして当該社債を原告に売却したことを隠匿していない。しかし、原告に当該社債を売却する特定の目的をもって当該社債を購入したのであり、かつマークアップにより、過度な価格を原告に負わせている。

これら理由に基づき、New York 南部地区連邦地裁は、「被告 Lamula は、原告 Grupe に対し、他の投資機会について知らせることなく、かつ転換社債に過度な価格を負わせたのであり、原告を欺罔する意図をもって取引行為をなした」と指摘した。

そして、Chasins 判決 (Chasins v. Smith Barney & Co., 438 F.2d 1167

(2nd Cir. 1970)) が示す「購入価格と転売価格との差額」を損害賠償額とした。そこで、被告 Lamula および J L I は控訴をしたが、Grupe が原審から控訴審の間に死亡したため、一審原告 Grupe の遺言執行人である Richard I. Clark が、被控訴人となった。

(控訴審判決)

本件では、1934年証券取引所法規則 10(b)-5 違反に基づく二つの責任が問題となる。すなわち、①故意に不適合な証券を推奨したのか、②顧客に対する売買において過度なマークアップを行ったのか、である。しかし、第一の問題点に基づき原告の主張を判断できるため、第二の問題点を考える必要はない。

規則 10(b)-5 に基づく損害賠償を求めるためには、違反行為が現実になされたこと並びに当該違反行為が欺罔の意図をもってなされたかどうか、を立証しなければならない。

原審は、「当該転換社債は原告 Grupe のニーズにとり不適合な証券であり、被告 Lamula は不適合であることを認識し、または不適合性を相応に確信していた。にもかかわらず、被告は原告に当該社債を推奨したのである」と判断した。

また、原審は、①格付機関が当該転換社債をどのような格付けをしたかについて、②多大のリスクを伴う投機的な証券を購入しなければ、年12,000ドルの利益を期待することはできないことについて、③原告が購入した当該社債の買付に伴うリスクの程度について、原告 Grupe に知らせなかった。

さらに、原審は、「もし被告 Lamula が他の投資機会とともに、以上の内容を原告 Grupe に知らせていたならば、原告は当該転換社債を購入しなかったであろう」と認定した。

すなわち、控訴人 Lamula は、一審原告 Grupe に対し、詐欺もしくは欺瞞となる行為をしたことは確実であり、重要事実を省略した。さらに、控訴人は一審原告に当該社債を売却するという特定の意図をもって、当該社債を購入したのであり、過度な価格を一審原告 Grupe に負担させたことは、Grupe に対する欺罔する意図が認められる。

他方、NASDの公正慣習3号規則2条は、以下のように規定し、ブローカー・ディーラーが顧客に不適合な証券を売却することを禁止する。

「会員ブローカー・ディーラーは顧客に対し、証券の購入、売却または交換を推奨する場合、顧客が保有している他の証券に関し並びに顧客の財政状態およびニーズに関し、顧客が開示した事実に基づき、当該推奨が顧客にとり適切であると確信する足る相当な理由を有しなければならない」

NASD規則に基づき、控訴人(一審被告)Lamulaは、「推奨した証券が、

## 過当取引の民事責任（一）

一審原告 Grupe にとり適合しているか」を確信するに足る相当な理由を有していなければならない。

原審は、「NASD 規則は、証券業界自身が、『何が適切な行為であるか』を示したものであると考えられ、当該規則の違反は連邦証券法および New York 州法に違反する」と指摘する。すなわち、控訴人 Lamula は、自身が推奨した証券に関し、一審原告 Grupe に適合しているかを確信するに足る相当な理由を有していない場合、民事責任を負うものである。

控訴人 Lamula は、証券の市場価格、当該証券の格付け、投資としての適合性について、一審原告 Grupe に開示していない。Lamula が Grupe に対し、投資判断を誤導させるために、そのような情報を省略したのであれば、一審原告は信頼要件を立証する必要はない。

すなわち、ブローカー・ディーラーが顧客にとり、不適合な証券であることを知りつつ、それを推奨した場合、1934年証券取引所法規則10(b)-5 違反となり、損害を被った顧客に対し、同規則に基づく賠償責任を負う。

控訴人は、「原審が、ジャンクボンドの用語を用いたことは誤りである」と主張する。しかし、当該用語は適切な表現ではないとしても、それにより控訴人の実質的な権利に影響を与える、明らかな誤りであるとは認定できない。

最後に、損害賠償の算定に関し、控訴人は、「原審が、Chasins 判決を引用したうえで、購入価格と転売価格との差額を損害賠償額としたことは、誤りである」と主張する。

例えば、Rolf 判決 (Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., 570 F.2d 38 (2nd Cir. 1978)) は、「市場状況を損害額に反映させるべきである」とし、経済的損害の全額を損害賠償額とすることを否定している。Rolf 判決は過当取引を原因とする損害賠償請求事例であるが、「口座が適切に管理されたとしても、市場状況から、原告の口座価値は下落したであろう」ことが立証されている。

本件では、控訴人が一審原告に対し詐欺的に不適合な転換社債を購入させたのである。それ故、損害賠償額は購入価格と転売価格との差額が認められる。以上の理由から、本裁判所は原判決を支持するものである。

- (12) アンドリュウ・M・バーテック『証券取引勧誘の法規制』（商事法務研究会、2001年）50頁。
- (13) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』（弘文堂、1999年）201頁。
- (14) Mauriber v. Shearson/American Exp., Inc., 546 F. Supp. 391 (1983).
- (15) Brodsky, *Measuring Damages in Churning and Suitability Cases*, 6 S. R. L. J. 157, 159 (1978).
- (16) Miley v. Oppenheimer & Co., 637 F.2d 318 (5th Cir. 1981).

- (17) 森田 章「証券業者の投資勧誘上の義務」岸田雅雄他編『現代企業と有価証券の法理』(有斐閣, 1994年) 249頁。
- (18) Note, *Measuring Damages in Suitability and Churning Actions Under Rule 10b-5*, 25 Boston C. L. Rev. 839, 845-847 (1984).
- (19) 今川嘉文「証券の過当取引における民事救済の実現」経済研究(大阪府大) 40巻1号107-115頁。

## 第二章 米国における過当取引の認定基準

米国において、過当取引は1940年代からSECによる摘発を契機に違法性が指摘され、証券会社および実際に過当取引を行ったブローカーに対し、行政処分が下されてきた。また、1980年代には、口座価値の下落に対する補償的損害賠償に加え、懲罰的損害賠償が積極的に認められるようになり、過当取引に対する民事訴訟の件数は著しく増加した。これら数百の事例に基づき、過当取引を認定する要件として、「過度の取引(取引の過度性)、口座の支配(取引の主導性)、欺罔の意図(取引の悪意性)」が示されてきた。

頻繁な取引はそれ自体、必ずしも違法なものではない。では、何が過度な取引(取引の過度性)を構成するのか。非売買一任勘定の場合、ブローカーがどの程度、顧客の投資決定に関与しておれば、ブローカーによる顧客口座の支配(取引の主導性)が認められるのか。そして、ブローカーの行為のうちいかなる要素が欺罔の意図(取引の悪意性)と言えるのか。そこで、各要件の認定要素について、以下、考察をする。

### 第一節 過度の取引要件(取引の過度性)

証券売買の適切なる頻度は、顧客の投資目的または意思内容などにより異なる。顧客の投資目的が短期的な相場変動に基づく投機的利益を稼ぎ出すものであるならば、一定期間における、頻繁な証券売買が直ちに違法となるものではない。しかし、すべての顧客が投機的取引を望んでいるとは限らない。証券投資に精通していない顧客であれば、なおさら

## 過当取引の民事責任（一）

である。

そこで、ブローカーが積極的な投資勧誘を行い、投資経験が皆無または乏しく、洗練された投資技術を有さない顧客との信頼関係を濫用して、売買委託手数料などを稼ぐため、顧客の口座を支配し、一連の取引を主導して、顧客の投資目的および意思内容を見放しまたは逸脱した、極めて頻繁な証券売買を行う。証券の売買回数が多ければ、ブローカーが獲得する手数料収入も増大する。当該ブローカーが主導する証券売買に黙従した顧客は、頻繁な取引に伴い、多額の手数料、信用取引における借入利息、取引に係る租税などの様々な売買経費の負担を被ることになる。そのため、投資利益が存在しながら、売買委託手数料の合計額がそれを凌駕し、結果的に運用損となることも少なくない<sup>(1)</sup>。

すなわち、「過度の取引」は、顧客に現実的損害をもたらす要因であり、ブローカーと顧客との利益相反が問題となる。しかし、証券売買の頻度の妥当性は、顧客の投資目的および意思内容などにより異なる。短期乗換売買が繰り返され、売買数量および取引金額が大きくとも、顧客がそのような投機的な口座運用を望んでいるのであれば、過当取引には該当しない。

そのため、過度の取引要件の認定においては、これら主観的要素が考慮されねばならないが、顧客が証券会社において口座を開設する際に記載する投資目的に基づき、形式的に証券の売買頻度の妥当性を判断したのでは、不合理な場合も多い。また、投資経験および知識が乏しい場合、顧客が必ずしも明確な投資目的を有しているとは限らない。そのため、顧客側の主観的要素だけを特に強調して、過度の取引要件を立証することは困難である。そこで、取引頻度が過度であることを立証するため、顧客の投資目的および意思内容などの主観的要素に加え、つぎに示す様々な客観的要素が、判例および学説を通じ、示されてきた。これら客観的要素について、以下において検討する。

①ブローカーが主導して、顧客勘定で行った「取引回数および取引

銘柄数]、「証券の保有期間」、証券を経済的合理性の根拠もなく、購入した証券を短時間で売却し、別の証券を購入する「短期乗換売買」の存在。

- ②一定期間に投資資金が、何回転されたかを示す「売買回転率」。通常は、一年間を基準とすることから、「年次売買回転率」と呼ばれる。
- ③投資総額に対し、一連の証券取引から生じた「手数料率」。
- ④ブローカーが扱った他の顧客口座と比較して、問題となっている顧客口座から稼いだ「手数料額」。
- ⑤投資総額に対し、顧客が一連の取引により被った「損失額およびその比率」。
- ⑥投資リスクの高いデリバティブ商品または仕手株をなど、取引対象となった「証券の質」。
- ⑦ブローカーが意図的に顧客間で互いに同一証券を売買させる「クロス取引」の存在。

## 1 取引回数・証券の保有期間・短期乗換売買

まず、過度の取引性の指標として、①ブローカーが主導した顧客勘定による「取引回数および取引銘柄数」、②購入した「証券の保有期間」、③証券を経済的合理性に基づくことなく、短時間で売却し、また別の証券をすぐに購入する「短期乗換売買」などがある。とりわけ、短期乗換売買は購入された証券が再び売却されるまでの期間が問題となる。

「過度の取引」要件を認定する上で、取引回数および取引銘柄数、証券の保有期間並びに短期乗換売買の各要素には必ずしも明確な数値上の指標はない。<sup>(2)</sup>投資目的、株式だけでなくワラントなどの投資商品の種類、現物取引か信用取引かの別、相場状況により、売買回数および証券の保有期間は、各顧客の取引ごとにそれぞれ異なるからである。

そこで、多数の過当取引事例を概観すれば、以下のような取引形態が極めて多い。すなわち、証券業者が手数料を稼ぎ出すため、顧客との継

## 過当取引の民事責任（一）

続的取引関係および信頼関係を濫用し、自身が主導する口座運用に顧客を黙従させることにより、無思慮に選択した多数銘柄および種類の証券を現物取引または信用取引により、大量に購入する。証券の相場が少しでも騰貴すれば、すぐに売却することにより、売買差益が生じる取引もある。それは表面上、顧客と証券業者との取引を継続させる材料となり、当該売却資金は、他の証券の買付に費やされる。

しかし、過当取引事例では、頻繁な短期乗換売買により、手数料および租税などの支払経費の総計がそれら売買差益を上回り、結果的に運用損となっている。その一方で、経済的合理性に基づくことなく無思慮かつ大量に購入された証券のなかには、相場が大幅に下落したことにより、多額の評価損が生じている銘柄も多数、存在する。評価損を抱えた銘柄は売付および決済により、売買額が確定するのを先送りするため、長期間放置される。そして、顧みられることなく塩漬状態にされた証券は、市場価格が著しく下落した後に処分され、その結果、多大の損失を生じている。

また、同一銘柄を同一日または連続した数日間にわたり、同一単価または近似の単価で、「小口で分割」して買付または売付けている取引も多く見られる。大量の証券を買付または売付ける場合、特に大量の指値売買注文では、一度に取引が成立しないこともある。当該取引手法および短期売買が、相場の乱高下から、損失の拡大を防止するために行われるのであれば、経済的合理性を見いだすことも可能である。しかし、過当取引においては、相場が著しく乱高下していない銘柄または必ずしも大量の証券を買付および売付をしていない場合でも、同一日にまたは数日間にわたり、同一銘柄の株式を同一単価または近似の単価で、「小口に分割」して頻繁に買付または売付けていることが極めて多い。このような取引においては、手数料などの売買経費が増大することになる。手数料は取引金額が小さいほど高い比率で設定されている。そのため、取引総額が同じでも、一度で当該金額を投資するよりも、比較的小口で、分散

または分割して、短期売買をすれば、手数料を多く支出しなければならない。

そして、同一銘柄の証券を小口・分割して、短期間に売買を繰り返すことが、著しい相場の乱高下から顧客の利益を護るためであるならば、投機的な口座運用を望んでいるのではなく、投資経験および知識が欠如し、洗練された投資技術を有さない顧客に、このような取引の対象となった証券をブローカーが主導して購入すること自体、適合性原則の観点から問題があると言える。

過当取引が認定された判決およびSEC審決から、取引回数と取引期間との関係について、一定の基準を指摘すれば、以下のようになる。まず、Davis 判決では、問題となった31ヵ月間に、担当ブローカーは106回から141回の無断売買を行った。その結果、被告証券会社は43,468ドルの売買委託手数料を稼いだ。原告は87歳の未亡人であり、洗練された投資技術および投資知識を有しないため、担当ブローカーを完全に信頼し、その助言指導に黙従して<sup>(3)</sup>いた。

Nesbit 判決では、11年6ヵ月間に150株式銘柄による、約1,000回の取引が行われた。原告の口座価値はこれら取引の結果、182,915ドルの売買益が生じたが、手数料は250,000ドルに達し、実質的に運用損となっ<sup>(4)</sup>てい<sup>(4)</sup>る。

Ronald 審決<sup>(5)</sup>では、7ヵ月間に少なくとも、120回の取引が行われた。問題となった投資家は収入の少ない高齢の2人の未亡人であり、ブローカーはそれぞれ総額600,000ドルの売買取引により、各口座において、少なくとも、12,000ドルの手数料を稼いだ。

Eugene 審決<sup>(6)</sup>においては、75歳の未亡人が有する株式およびオプション口座は、1年間に、総額1,200,000ドルに達する130回もの取引が行われた。担当ブローカーは、管理する300から400の口座からその年に稼いだ全手数料のうち、約30%に相当する25,000ドルの手数料を、問題となった未亡人の口座から稼ぎ出した。

## 過当取引の民事責任（一）

<sup>(7)</sup>  
Petrites 判決では、担当ブローカーが原告の投資目的に反する投機的な方法により、8ヵ月間に、98回の証券取引および短期のコールオプション取引が行われた。当該期間において、ブローカーが管理する70以上の口座から稼いだ全手数料の約50%に相当する手数料を、原告口座から稼ぎ出した。

<sup>(8)</sup>  
また、Kravitz 判決では、2年間に月平均21.5回にのぼる、総計517回の取引が行われた。そして、同一銘柄の証券を、市場価格が全く変動していないにもかかわらず、一週間以内に売買している。教師である原告は投資決定を被告担当者に全て任せ、月次売買報告書を受け取ってはいるが、内容を理解できないため、その多くは開封されないままであった。

つぎに、証券の保有期間と乗換売買との関係について、当該要件が認定される基準をみれば、以下ようになる。

<sup>(9)</sup>  
Stevens 判決では、5年間を通じ取引が行われている毎営業日に一回以上の取引、550回以上の売付を行い、その約85%が6ヵ月未満の保有、70%が90日以下の保有、39%が30日以下しか保有されなかった。

<sup>(10)</sup>  
Hecht 判決は、6年10ヵ月間に、証券取引は1,200回から1,400回、商品先物取引は約9,000回にのぼる。購入した全証券のうち、45%が6ヵ月未満に売却され、67%が9ヵ月未満に売却され、82%が1年未満に売却されている。

<sup>(11)</sup>  
Mihara 判決は、顧客の口座における証券の保有期間は、1971年に買い付けられた証券のうち、50%が15日以内に売却され、そのうちの61%が30日以内に、76%が60日以内に売却されている。また、1973年に買い付けられた証券のうち、81.6%が180日以内に売却されている。原告は被告会社で口座を開設する以前に、10年間の投資経験がある。しかし、原告は被告証券会社の担当ブローカーを相当に信頼し、日常的にブローカーの推奨に従い投機的取引が行われた。第九巡回区裁判所は、「取引の過度性に関する判断においては顧客の投資目的が大きな意味を有するが、それが明確でない場合、売買回転率および短期乗換売買などから認定され

る」と説示する。

Mississippi 審決<sup>(12)</sup>は、三顧客の各口座が、24ヵ月から43ヵ月の間に何回も回転され、①第一口座において購入された証券の42%が10日以内に、76%が30日以内に転売、②第二口座において購入された証券の20%が10日以内に、50%が30日以内に転売、③第三口座において購入された証券の38%が10日以内に、66%が30日以内に転売された。

また、Mauriber 判決<sup>(13)</sup>では、原告は高齢で、仕事を退職していたが、過去、30年間に渡り、優良銘柄の株式に投資をし、収入はこれら株式の配当および利息に依存していた。原告の長年の知人である被告ブローカーは、これら原告の属性を知りながら、売買一任勘定取引に誘引した際に、「高いリスクの証券による短期売買利益を獲得することを望んでいる」と顧客カードに記載した。被告ブローカーは、原告の優良銘柄株式をすべて売却し、適合性の原則に反する売買を繰り返した。その取引内容は、20ヵ月間に160回の売却があり、全体の60%が3ヵ月以内に転売され、40%が1ヵ月以内に転売されている。これら要素から、取引の過度性が認められた。

さらに、Fischbach 審決では、「取引が過度かどうかは、顧客の投資目的に基づく」と指摘したうえで、売買回転率は、41の口座のうち、少なくとも11の口座で、6回を超えており、なかには、売買回転率が20回を超える口座もある。他の30の口座では、2.99回から6回の回転率である。買付けられた株式のうち、12ヵ月を超えて保有されたものは殆ど存在せず、被審人は、顧客から依頼なく、相当な量の信用取引を行っている。信用取引では売買委託手数料に加え、信用供与に係る金利が顧客にとり重い負担となる。被告が比較的短い期間で稼いでいた手数料の額は、相当なものであり、優良銘柄株の売買計画から徐々に離れていっている。これらの状況は、被告が顧客の口座で過度な取引をしたことを立証するに十分な証拠となる、とSECは判断した。<sup>(14)</sup>

ただし、単に当該要素のみから、取引の過度性が認定されるのではな

## 過当取引の民事責任（一）

く、売買回転率および手数料率並びに顧客の投資目的、経験、知識などの諸要素が、当然に考慮されるものである。

### 2 売買回転率

売買回転率は、過度の取引要件の認定に関し、多大の影響力を有する客観的指標である。売買回転率とは、一定の期間における投資資金の回転数を示すものである。顧客口座に属する証券が売却され、それにより得た資金により、新たな証券が購入されるならば、当該口座は、一回転したことになる。通常、一年間を基準とすることから、「年次売買回転率」と呼ばれる。

年次売買回転率の算定方法は、問題となった期間の買付総額を、同期間の平均投資額で除し、それを年ベースに換算することにより求められる。すなわち、「年次売買回転率」＝（問題となった期間の買付総額÷同期間の平均投資額）×（365日÷同期間の日数）、という計算式になる。なお、平均投資額とは、対象期間における各月末の投資残高の平均金額である。

客観的指標としての年次回転率について、「それが『6回』であれば、取引の過度性を示す重要な認定要素となる」<sup>(15)</sup>ことが、1960年代の論文において初めて指摘された。年次回転率が6回の場合、二ヵ月毎に全投資額を再び回転したことになる。年次回転率6回を過度の取引要件の認定要素とするアプローチはその後の判例において、多数採用されてきた。

例えば、Craighead 判決、Arceneaux 判決、Rush 判決および Mihara 判決は、「6回という年次回転率は、取引の過度性を構成する」と指摘する<sup>(16)</sup>。また、Rolf 判決は、「年次売買回転率が6回に近づかないならば、取引が過度であるとはいえない」<sup>(17)</sup>と述べる。そして、Franks 判決は、「原告が売買回転率を提示していないことから、過当取引を認定する十分な証拠を示していない」<sup>(18)</sup>と説示している。

Goldberg は、年次回転率と過当取引との関係について、「2-4-6」ルールを主張する。これは、「年次回転率が2回を超えるならば過当取引の可

能性があり、4回を超えるならば過当取引の存在が推定され、6回を超えるならば過当取引が決定的である<sup>(19)</sup>とする。

しかし、年次回転率6回が、過度の取引要件に係る重要な認定要素となるのかについて、判例および学説はその根拠について明確にはしていない。そこで、売買回転率と売買委託手数料などの支払経費増との関係を考察すれば、相場が上昇している局面でないかぎり、6回の年次売買回転率を長期間にわたり続ける取引手法は、必然的に支払経費が増大し、売買差益が生じたとしても、経費が当該差益を上回る。その結果、顧客は運用損（実損）<sup>(20)</sup>を被ることになる。

例えば、以下の事例は、年次回転率6回を絶対的な指標であるとは述べていないが、その重要性を認識したうえで、取引の過度性を検討している。まず、Hatrock 判決において、第九巡回区裁判所は、「洗練された投資技術を有しない、若い夫婦の株式口座における初期の投資は、ブローカーが主導し、三ヶ月間に、年次回転率を6回から7回とする取引がなされた<sup>(21)</sup>」と述べ、取引の過度性を認定している。

つぎに、Kravitz 判決において、連邦地裁は、「原告は洗練された投資技術を有しない若い学校教師であり、その取引口座は、一年間で30回転され、高い手数料率、極めて頻繁な短期乗換売買があった。当該事実は取引の過度性を構成する<sup>(22)</sup>」と説示した。

そして、Cruse 判決において、連邦地裁は、「原告は各取引が過度であることを立証する必要はない。過当取引は特定の取引に基づくものではなく、一定期間に、顧客の口座における全般的な取引から立証される<sup>(23)</sup>」と指摘する。そして、問題となった期間の売買回転率が、16回以上であり、原告は保守的な投資目的を有しており、損失は260,000ドル以上にのぼる。この売買回転率は、過当取引の主張を満たしていると、連邦裁判所は認めた。

年次回転率6回を基準として、それに満たない売買回転率の場合、過度の取引要件を否定している判例は多い。例えば、Smith 判決は、「原告

## 過当取引の民事責任（一）

は洗練された投資技術を有する投資家である。株式取引およびオプション取引により、9ヵ月間の売買回転率は5.34回であっても、その間に原告は利益を得ており、一連の取引内容を理解かつ認識している。そのため、過度の取引を構成しない<sup>(24)</sup>と指摘する。

また、Marshak 判決は、「投資知識を有する原告は短期間の投機利益を求めていた。その口座が、最も激しい時でも11ヵ月間に3.11回以上の売買回転率であり、被告が扱った全期間の売買回転率は1.226回であった。本件取引においては手数料額も少なく、過度の取引を構成しない<sup>(25)</sup>と述べる。

そして、Gleit 判決は、「原告の投資目的は子供の大学教育のため、資金を増やすことであり、洗練された投資技術を有してはいない。しかし、その株式口座において、13ヵ月にわたり2.97回の売買回転率であり、総買付額64,000ドルのうち、手数料額は600ドルである。買付けられた株式は良質なものであり、詐欺に関する証拠は全く示されていない。それ故、過度の取引を構成しない<sup>(26)</sup>と説示した。

それに対し、年次回転率が6回を超えても取引の過度性が認定されていない事例がある。Newburger, Lobe & Co. 判決は、「投機目的を有する投資家にとり、年次回転率が7回であったとしても、過当取引には該当しない<sup>(27)</sup>と指摘する。他方、Darrell 判決は、年次回転率が6回未満でありながら、取引の過度性を認めている<sup>(28)</sup>。さらに、SECは、Reynolds 審決において、顧客の投資経験および知識の有無、財産状況、運用資金の出所、投資目的などから、年次売買回転率が4.8回であっても、取引の過度性を認定している<sup>(29)</sup>。

Winslow および Anderson は、ファンド・マネジャーの取引手法に基づき、投資利益と売買回転率の妥当性との関係を分析している。それによれば、長期間にわたる投資においては、売買回転率は0.5回が最適であり、最大でも2.2回とすべきである。また、取引期間が限定され、必然的に短期売買となるオプション取引においては、売買回転率は1.5回が最適

であり、最大でも3.7回とすべきであるの範囲が最適であるとしている。そして、証券業者が顧客口座を支配して、売買回転率が1.5回を超える取引を行った場合、証券業者は当該取引の経済的合理性およびその根拠を示すべきであると主張している<sup>(30)</sup>。

約200件にのぼる証券の過当取引に関する判例およびSEC審決および審決を検討すれば、売買回転率の高さが極めて問題となり、そのことが判決に強く影響を与えた事例は、全体の二割程度に過ぎない。年次売買回転率「6回」に基づくアプローチは、過度の取引要件の認定に関し、極めて影響力を有する指標ではある。Goldbergが主張する「2-4-6」ルールもまた、判例上、一定の指針とはなっている。しかし、その根拠については必ずしも明確ではなく、判例の統計的データである側面も否定できない<sup>(31)</sup>。

このように、取引の過度性を認定するうえで、売買回転率、とりわけ年次回転率が「6回」という指標は重要な要素であるが、必ずしも絶対的な尺度ではない。年次回転率が6回未満であったとしても、投資経験および知識が乏しく、投機的利益を追求せず、保守的な投資目的を有し、年金などの僅かな収入しかない個人投資家が、退職金または子供の教育費などの自己資金を預金代わりに証券会社に託しながら、証券会社の担当ブローカーが当該顧客の資産を遥かに凌駕する大量かつ頻繁な証券売買を繰り返している、などの事例では過当取引が、比較的認定されるといえる。それ故、顧客側の属性および主観的要素は考慮されなければならない。

証券業者は訴訟対策として、一定期間に極めて頻繁な売買を行い、多額の手数料を獲得した後に、意図的に売買回転率を下げる行為をとることも少なくない。また、証券業者が主導して、経済的合理性に基づくことなく、無思慮な選択により購入された多数の証券のうち、相場が少しでも上昇すれば、証券業者はすぐに売却し、手数料を稼ぐとともに、表面上は売買差益が生じているように顧客に思わせる。他方で、購入後に

## 過当取引の民事責任（一）

相場が急落したため、多大の評価損が生じた証券は、それを売却することにより、多額の売買損が確定するのを先送りするため、長期間にわたり放置する。このように塩漬けにされた証券は、市場価格が著しく下落した後に処分され、多大の損失をもたらすことになる。

過度の取引性を立証するために、証券取引が行われた期間のうち、全取引期間の売買回転率に加え、年度毎など、一定期間ごとの売買回転率を算出することが必要である。そして、取引回数、投資額に対する手数料割合、証券業者が獲得した利益と顧客が被った損失との比較、証券の保有期間、短期乗換売買、ブローカーが扱った他の顧客口座との手数料比較、売買対象の証券の質など、以下に示すような客観的要素を指摘する必要がある。

### 3 手数料率

次によく用いられる指標として、投資額に対し、一連の証券売買から生じた手数料額を比較し、その多寡により、過度の取引要件を認定しようとする。この要素は、取引の悪意性とも関係する。

売買委託手数料は、取引金額が小さいほど高い比率で設定されている。そのため、取引総額が同じであったとしても、一回の取引に全投資資金を投入するよりも、当該資金を小口で分散して取引をすれば、手数料総額は後者の方が一段と高くなる。そのため、過当取引の特徴である、同一日または数日間にわたり、同一銘柄の証券を同一単価または近似単価で分散して売買を繰り返せば、手数料額は著しく高くなる。

多数の判例およびSEC審決においては、投資額に対し、証券売買から生じた手数料額の多寡だけでなく、「年次手数料率」を算出することにより、証券業者が行った原告勘定に基づく一連の取引が過度であるかを判断している。

年次手数料率の算定方法は、問題となった期間の手数料総額を、同期間の平均投資額で除し、それを年ベースに換算する。すなわち、(問題と

なった期間の手数料総額÷同期間の平均投資額)×(365日÷同期間の日数)=年次手数料率, という計算式になる。

判例およびSEC審決を概観すれば, 年次手数料率が「25%」に近づくならば, 取引の過度性が認定される強い要素となる。<sup>(32)</sup> 例えば, Stevens 判決では, 原告の属性に加え, 投資総額20万ドルに対し, 被告証券業者が原告から獲得した手数料は年間収益の40%以上であり, 手数料率は29%<sup>(33)</sup>にのぼることが指摘されている。

しかし, 手数料率は売買回転率と同様, 過度の取引要件を認定するうえで, 絶対的な尺度ではなく, 投資目的, 投資経験および知識など, 顧客の属性もまた, 大いに考慮される。

手数料率が重視され, 取引の過度要件が認定された多くの事例においては, 手数料率が「30%」を超えている。例えば, 過当取引の認定基準に関し, その後の裁判に多大の影響を与えた Hecht 判決は, 手数料率を強調している。

Hecht 判決において, 連邦裁判所は, 「高齢の未亡人が有する株式および商品口座は, 6年10ヵ月間に, 年次回転率が8回から11.5回に達し, 短期乗換取引が行われ, 投資金額と比較して過大な手数料および損失が生じ, 手数料率は約40%に及ぶ」<sup>(34)</sup>と指摘する。

また, Mihara 判決は, 「30ヵ月間の取引において, 手数料は12,672ドルであり, 手数料率は35%, 年次回転率は平均5.6回にのぼる。また, 短期乗換売買が行われ, 顧客は相当な損失を生じた。これらは過度の取引を構成する」<sup>(35)</sup>と述べる。

さらに, Mississippi Valley Investment 審決において, SECは, 「洗練された投資技術を有さず, 投資目的が保守的である, 三人の高齢の未亡人が有する各口座において, 取引の大半は被審人により無断でなされたものであり, 短期乗換売買および出し入れ取引も多い。24ヵ月から43ヵ月間に何回転もされ, 相当な損失を生じている。そして, 手数料率はそれぞれ, 55%, 33%, 40%であった」<sup>(36)</sup>ことを重視した。

## 過当取引の民事責任（一）

それに対し、Williamsport 判決において、連邦裁判所は、「問題となった5年8ヶ月の間に、合計166回の取引が行われ、ブローカーが稼いだ手数料は38,000ドルである。すなわち、1年当たり30回の取引に対し、手数料は約6,700ドルにとどまる。取引回数および手数料額の大きさは不合理ではなく、過度な取引を認定しない」と判示した。<sup>(37)</sup>

### 4 投資額に対する損失率

投資総額に対し、顧客が一連の取引により被った「損失額およびその比率」もまた、当然に、過度の取引要件を認定する上で、影響力を有する要素である。他方、投資額自体の多寡もまた、問題となる。個人投資家の場合、年金および子供の教育費などが口座運用の資金となっているにもかかわらず、一回当たりの平均買付金額および買付総額が極めて高額であったり、法人投資家であっても、投機的な取引目的を有しないにもかかわらず、当該法人の年間営業利益または資産に比べ著しく買付金額が高額である場合、運用損などの投資リスクは拡大することになる。顧客属性を鑑みることなく、このような取引を証券業者が主導して行わせることは、信認義務に反することになる。

そこで、投資額に対する損失率が問題となった事例を指摘すれば、Tennenbaum 審決において、SECは、「原告投資家が有する口座を通じ、売買一任勘定取引に基づき頻繁な証券売買が行われ、約3年間に、総計737,635ドルの投資額に対し、手数料総額が478,173ドルであり、投資上の損失は301,354ドルにのぼる」ことを重視した。<sup>(38)</sup>

また、Mississippi Valley Investment 審決において、SECは、「洗練された投資技術を有しない、資産が少ない高齢の未亡人三人が、株式口座を有していた。その投資目的は投機的なものではないにもかかわらず、一連の取引の大半は被審人により無断売買が行われたものであり、短期乗換売買および出し入れ取引を含み、24ヶ月から43ヶ月間に何回転もされた。そして、第一の口座は全投資額7,339ドルを失い、第二の口座は

21,000ドルの投資額のうち15,000ドルを失い、第三の口座は48,000ドルの投資額のうち36,000ドルを失った。当該事実は過度の取引を構成する」と指摘した。<sup>(39)</sup>

過当取引事例においては、取引対象となる金融商品は株式、転換社債、投資信託、ワラントなど多種多様にのぼり、売買銘柄も極めて多い。そこで、顧客が被った運用損が売買対象となった証券銘柄の大半から生じており、「ある特定銘柄の証券の相場の暴落」という投機の失敗または不可抗力に近い要因が、顧客の被った運用損の主たる原因ではないことを指摘する必要がある。

なお、投資利益が存在しながら、裁判所は顧客の損害賠償請求を認容し、損失率を必ずしも問題としていない事例がある。Davis 判決は、「過当取引が行われていた間における、口座の市場価値が、全体として、同時期の市場と同じだけの上昇を示していない場合、支払った手数料などの支払経費に加え、適切に運用されていたら、獲得できたであろう利益に対する賠償がなされるべきである」と判示した。<sup>(40)</sup>

また、Nesbit 判決は、「過当取引は、手数料と口座価値の損失という、二つの独立した損害を引き起こす。投資家はこれら両方の損失を、相殺されることなく、独立して回復することができる」と述べる。<sup>(41)</sup>

## 5 他の顧客口座との手数料比較

被告ブローカーが扱った他の顧客の口座と比較して、問題となっている原告顧客の口座から稼いだ手数料総額が、極めて多額であることが、取引の過度性要件に関する一要素となる。その場合、①原告の取引から被告ブローカーが稼いだ売買委託手数料は、同ブローカーが他の顧客勘定による取引を含め稼いだ全売買委託手数料の何割を占めるのか、②原告の取引から被告会社またはその支店が獲得した手数料は、被告会社またはその支店が獲得した全手数料の何割を占めるのか、③原告が支払った手数料は、他の顧客が取引により支払った平均手数料の何倍を占

## 過当取引の民事責任（一）

めるのか、なども併せて問題としている。

例えば、Petrites 判決において、第五巡回区裁判所は、「ブローカーは、投資経験のない原告の口座を通じ、8ヵ月間に98回の株式取引および短期のコール・オプション取引を行った。当該期間において、ブローカーは管理している70以上の別の顧客口座を通じ、稼いだ全手数料収入のうち、約50%に相当する手数料を原告から獲得した。これは過当取引に該<sup>(42)</sup>当する」と説示した。

また、Erodos 審決において、SECは、「本件投資家は75歳という高齢無職の未亡人であり、洗練された投資技術を有していなかった。被審人ブローカーの主導により、1年間に総額120万ドルに達する、130回の証券取引が行われ、同ブローカーは、25,000ドルの手数を稼ぎ出した。それは彼が管理している300から400の顧客口座を通じ、当該年度に稼いだ全手数料収入のうち、約30%に相当する」ことから、取引の過度性を指摘した。<sup>(43)</sup>

さらに、Hecht 判決において、連邦地裁は過度の取引要件の認定に関し、以下の要素を重視し、第九巡回区裁判所は一審判決を支持している。すなわち、原告の証券取引から被告会社 San Francisco 支店が獲得した手数料76,000ドルは、同支店における、8,000から9,000におよぶ証券口座のうち、11から14の口座を除く、いかなる口座から獲得した手数料よりも多い。また、当該取引により、被告ブローカーが稼いだ証券売買委託手数料は、同ブローカーが他の顧客勘定による取引を含め稼いだ全証券売買委託手数料の39%に相当する。他方、原告の商品先物取引から被告会社 San Francisco 支店が獲得した手数料98,333ドルは、同支店の他のいかなる商品先物口座から獲得した手数料よりも多く、同支店の31%から38%に相当する。また、被告ブローカーが稼いだ全商品売買委託手数料の59%に相当する。原告が支払った証券および商品売買委託手数料および金利は、被告会社の San Francisco 支店の全収入の4.7%に相当し、他の顧客の50倍に達する。<sup>(44)</sup>

## 6 取引された証券の質

ブローカーの主導下で売買された「証券の質」は、過当取引を原因とする、多くの損害賠償請求訴訟において問題となっている。「証券の質」は、適合性の原則に関連する要素でもある。すなわち、投資経験および知識が乏しく、投機的利益を求めてはいない顧客に対し、投資リスクの高いデリバティブ商品または仕手株などを組み合わせた取引手法が採られていることである。

例えば、前述した属性の顧客を誘引し、ブローカーが主導することにより、具体的な投資計画が示されていないにもかかわらず、長期にわたり、株式の現物取引に加え、信用取引、市場信用度の低い証券の売買取引、投資信託および転換社債の取引指数取引、ワラント取引などを頻繁に行わせた場合、取引の過度性ととも、適合性の原則に反するともいえる。

さらに、ブローカーの主導下で頻繁に取引された証券の質は、取引の過度性の一要素であるとともに、口座支配の一要素であるとも考えられる。ブローカーが主導して、具体的かつ長期的な口座運用計画が示されていないにもかかわらず、投資リスクの高いデリバティブ商品、仕手株、市場信用度の低い発行会社の証券の売買、および買付時点ですでにマイナスのパリティのワラントを購入していること自体、顧客がブローカーの取引手法に黙従していたとも言える。

例えば、Nesbit 判決では、「原告は元教師で、投資知識のない未亡人であった。しかし、被告ブローカーの投資選択は、保守的な投資目的を有する原告には、不適切な種類のものであった。それらは本質的に投機的であり、安定した収入を作り出すものではない。原告が口座を閉じるまで、取引回数は極めて多く、手数料率および投資上の損失額も大きい。これら理由から、過当取引を原因とする損害賠償請求は認容される」と判示している。<sup>(45)</sup>

また、Stevens 判決では、「原告は保守的な投資目的を有する、洗練さ

## 過当取引の民事責任（一）

れた投資技術を有さない投資家であった。しかし、ブローカーが主導した取引の多くは原告利益を無視または配慮しないものである。すなわち、その約22%がS & P 株価指数から逸脱した証券であり、204,600ドルの投資金額に対し、手数料率は29%である。それは被告ブローカーの年間収益の40%を超える額に相当する。取引回数は極めて多く、短期乗換取引も頻繁に行われていることから、過度の取引に該当する」と指摘している。<sup>(46)</sup>

### 7 クロス取引

クロス取引とは、ブローカーが担当する複数の顧客の口座間で、特定銘柄の証券の売買を、継続的に繰り返すことである。すなわち、ブローカーが担当する顧客に特定銘柄の証券を購入させ、すぐに、他の顧客に当該証券を売却する。そして、すぐに、また別の顧客に当該証券を転売する。これらを頻繁に繰り返すことにより、ブローカーは多額の手数料を稼ぐことができる。

クロス取引は、Noris 判決<sup>(47)</sup>および Looper 審決<sup>(48)</sup>など、SEC が摘発した事例において、その不当性が指摘されてきた。とりわけ、Noris 判決はクロス取引を端的に示し、SEC は、「ブローカーは顧客間に同一銘柄の証券を頻繁に反復して取引をさせ、それにより多額の手数料を稼ぐことができた」と述べる。そこで、以下において、当該事件の被告ブローカーが顧客に行かせた売買を概観する。<sup>(49)</sup>

1935年12月3日に、顧客Aは22ドルでX株100株を、Yに売却した。同日、YはこのX株100株を24ドルで他の顧客に売却した。10日に、顧客BはYに22.5ドルでX株500株を売却し、同日、YはAにX株100株を24ドルで転売した。4日に、顧客CはYに22ドルでX株200株を売却し、同日中に、Yは23ドルで、翌日に24ドルで、他の顧客にX株を売却した。16日に、Yは23.5ドルで他の二人の顧客からX株300株を購入し、同日に、25ドルでCにX株200株を売却した。6日に、顧客Dは22.5ドルでX株200

株をYに売却し、同日に、これらの株式は24ドルで他の顧客に売却された。11日に、顧客DはYから25ドルでX株50株を買い戻し、さらに、18日に、25ドルでYからX株100株を買い戻した。

過当取引を原因とする民事訴訟では、クロス取引の立証は困難であるが、Costello 判決などにおいて指摘されており、クロス取引は過度の取引要件を認定する有力な証拠となっている<sup>(50)</sup>。

Costello 判決では、原告は投資資金の元本を維持することに強い関心を抱き、被告ブローカーにこのことを強調していた。「過度の取引」要件の認定に関しては、顧客の投資目的、経験、知識などの主観的要素が当然に考慮され、裁判所は「原告の投資目的は、決して野心的なものではない」と判断した。そして、裁判所は原告の投資目的に加え、クロス取引の存在、短期乗換売買、売買回転率および手数料率の異常な高さなどから、原告の請求を認容した。

以上、示してきたこれら客観的要素は、「取引の過度性」要件を認定する上で、通常、単独ではなく複合的に用いられ、考慮されている。多数の判例の集積により、各要素に一定の数値的基準が形成されてきた。しかし、それら数値的基準は必ずしも唯一絶対的な尺度ではない。そのため、顧客の投資目的、投資経験および投資知識並びに洗練された投資技術を有しているか否か、顧客の収入および資産状況、顧客の経歴、投資資金の出所、顧客が高齢か極めて若いかといった年齢などの付随的要素が、重要な側面を有することになる。

- (1) 今川嘉文「投資利益と過当売買の損害概念」経済研究（大阪府大）42巻1号17頁以下。
- (2) Goldberg は、全購入証券のうち、75%が6ヵ月以内に売却され、50%が3ヵ月以内に売却され、25%が1ヵ月以内に売却されている場合、このような口座運用は過当であると指摘する（松岡啓祐「アメリカにおける証券の過当売買の規制と認定基準(四・完)」法研論集（早稲田大）67号、226頁）。
- (3) Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F.2d 1206 (8th Cir. 1990).

過当取引の民事責任 (一)

- (4) Nesbit v. McNeil, 896 F. 2d 380 (9th Cir. 1990).
- (5) In re Ronald L Brownlow, 23 SEC Docket 1554 (1981).
- (6) In re Eugene J Erodos, 29 SEC Docket 180 (1983).
- (7) Petrites v. J C Braford & Co., 646 F. 2d 1033 (5th Cir. 1981).
- (8) Kravitz v. Pressman, Frolich & Frost, Inc., 447 F. Supp. 203 (1978).
- (9) Stevens v. Abbott, Proctor & Paine, 288 F. Supp. 836 (1968).
- (10) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417 (1968), *on other grounds modified*, 430 F. 2d 1202 (9th Cir. 1970).
- (11) Mihara v. Dean Witter & Co., 619 F. 2d 814 (9th Cir. 1980).
- (12) In re Mississippi Valley Investment Co., 10 SEC Docket 168 (1976).
- (13) Mauriber v. Sherson/American Exp., Inc., 567 F. Supp. 1231 (1983).
- (14) In the Matter of Fischbach, et al., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶ 84,844 (1991).
- (15) Note, *Churning by Securities Dealers*, 80 Harv. L. Rev. 869, 876 (1967).
- (16) Craighead v. E F Hutton & Co., Inc., 899 F. 2d 485 (6th Cir. 1990); Arceneaux v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 767 F. 2d 1498 (11th Cir. 1985); Rush v. Oppenheimer & Co., Inc., 592 F. Supp. 1108 (1984); *supra* note 11, 619 F. 2d 814 (9th Cir. 1980).
- (17) Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc., 570 F. 2d 38 (2nd Cir. 1978).
- (18) Franks v. Cavanaugh, 711 F. Supp. 1186 (1989).
- (19) Goldberg, *Fraudulent Broker-Dealer Practices*, §2-43 (松岡啓祐・前掲注(2)223頁).
- (20) 第7章第4節を参照。
- (21) Hatrock v. Edward D. Jones & Co., 750 F. 2d 767 (9th Cir. 1984).
- (22) *supra* note 8, 447 F. Supp. 203 (1978).
- (23) Cruse v. Equitable Securities of New York, Inc., 678 F. Supp. 1023 (1987).
- (24) Smith v. Sade & Co., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶ 98,846 (1982).
- (25) Marshak v. Blyth, Eastman Dillon & Co., 413 F. Supp. 377 (1975).
- (26) Gleit v. Shearson, Hammill & Co., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶ 95,799 (1976).
- (27) Newburger, Lobe & Co., Inc. v. Gross, 563 F. 2d 1057 (2nd Cir.

- 1977), *cert. denied*, 434 U. S. 1035, 98 S. Ct. 769, 54 L. Ed.2d 782 (1978).
- (28) Darrell v. Goodson, Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶97,349 (1980).
- (29) In the Matter of the Application of Reynolds, Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶84,901 (1991).
- (30) Winslow & Anderson, *A Model for Determining the Excessive Trading Element in Churning*, 68 N. C. L. Rev. 327, 341 (1990).
- (31) *Id.*, at 340.
- (32) BROMBERG & LOWENFELS, SECURITIES FRAUD & COMMODITIES FRAUD, §15.08, at 275 (1994).
- (33) *supra* note 9, 288 F. Supp. 836 (1968).
- (34) *supra* note 10, 283 F. Supp. 417 (1968), *on other grounds modified*, 430 F. 2d 1202 (9th Cir. 1970).
- (35) *supra* note 11, 619 F. 2d 814 (9th Cir. 1980).
- (36) *supra* note 12, 10 SEC Docket 168 (1976).
- (37) Williamsport Fireman Pension Boards I and II v. E F Hutton & Co., Inc., 567 F. Supp. 140 (1983).
- (38) In re Michael E Tennenbaum, 24 SEC Docket 676 (1982).
- (39) *supra* note 12, 10 SEC Docket 168 (1976).
- (40) *supra* note 3, 906 F. 2d 1206 (8th Cir. 1990).
- (41) *supra* note 4, 896 F. 2d 380 (9th Cir. 1990).
- (42) *supra* note 7, 646 F. 2d 1033 (5th Cir. 1981).
- (43) In re Eugene J Erodos, 29 SEC Docket 180 (1983).
- (44) *supra* note 10, 283 F. Supp. 417 (1968), *on other grounds modified*, 430 F. 2d 1202 (9th Cir. 1970).
- (45) *supra* note 4, 896 F. 2d 380 (9th Cir. 1990).
- (46) *supra* note 9, 288 F. Supp. 836 (1968).
- (47) Norris & Hirshberg v. SEC, 177 F. 2d 228 (DC Cir. 1949).
- (48) In re Looper & Co., 38 SEC Docket 294 (1958).
- (49) *supra* note 47, 177 F. 2d 228 (DC Cir. 1949).
- (49) Costello v. Oppenheimer & Co., Inc., 711 F. 2d 1361 (7th Cir. 1983).

## 第二節 口座の支配要件（取引の主導性）

第二の「口座の支配（取引の主導性）」要件は、顧客が証券業者による投資判断および投資選択に全面的に黙従し、証券業者が一連の証券取引を主導している状態であるかどうかである。

## 過当取引の民事責任（一）

「口座の支配」が過当取引の要件とされているのは、信認義務を負う証券業者は、顧客との継続的な取引関係および投資顧問的役割から生じる自身に対する信頼および依存を濫用して、顧客の口座に対する支配権を濫用してはならない、という考えに基づいている。売買一任勘定取引の場合、証券業者は自らの投資判断に基づき、顧客勘定により、その口座を運用することが可能であることから、当該要件の成立は明白である。<sup>(1)</sup>

例えば、Vogel 判決において、原告口座に対し、売買一任勘定取引の権限が付与されていたため、被告会社の担当ブローカーは証券銘柄の選定、売買の時期、単価および数量などについて、原告の承諾を得ることもなく取引を行ない、原告らは被告会社の担当ブローカーの推奨にすべて黙従している。この場合、被告による口座支配が成立することは明白である。<sup>(2)</sup>

売買一任勘定取引の契約が締結される背景として、証券取引をしようとする者が、高度な投資判断をするだけの専門的知識および経験などを十分に有していなかったり、投資家自身が投資選択に費やす時間などが少ない、ということが考えられる。そこで、証券業者は、顧客の勘定において、証券の買付と売付の別、銘柄、数量および単価の選定を顧客から一任されて証券取引を行う。売買一任勘定取引に関する裁量権は通常、文書をもって、顧客から証券業者に付与される。この場合、受託者たる証券業者は当該顧客に対し、高度の信認義務を負うことになる。<sup>(3)</sup>

他方、非売買一任勘定取引の場合、証券業者が顧客の注文を単に執行しているだけであつたり、顧客が証券業者の推奨する投資を合理的に判断し、証券売買を行っているのであれば、証券業者による顧客口座の支配は生じない。それ故、当該状況における投資上の損失は、基本的に顧客の責任に帰することになる。<sup>(4)</sup> 現実には、証券取引口座の運用は、非売買一任勘定により行われることが多い。そこで、非売買一任勘定取引の場合、どの程度、ブローカーが顧客の投資決定に関与しているならば、事実上、顧客口座を支配していると言えるのか。

Kaufman 判決および Nunes 判決が、「口座支配は、複数の要因に基づき認定される」と指摘するように、口座の支配要件（取引の主導性）は単一の要素から判断されるものではない。<sup>(5)</sup>そこで、裁判例、SEC 審決および学説に基づき、当該要件を認定するに際し、重視されている要素を分類すれば以下になる。

- ①顧客の属性
- ②顧客と証券業者の関係
- ③取引に関する顧客の認識
- ④投資決定の度合い

## 1 顧客の属性

当該要素は、顧客の年齢（高齢、未成年）、高等教育（大学、大学院）の有無、知性、性格、習慣、資産、職業、社会的地位、社会経験、投資経験、投資知識、投資目的、個人取引か法人取引か、運用資金の出所などを問題とする。

例えば、顧客は高齢で、収入があったとしても多くはなく、僅かな年金または遺産などで生活し、当該資金に基づき、投機的ではない保守的な投資目的を有し、投資経験および投資知識が乏しく、安定した配当利益を求めている場合、その属性はブローカーによる顧客口座の支配を認定するうえで考慮される。

まず、Marshak 判決において、連邦地裁は口座支配要件の認定に関し、「顧客の証券取引に関する経験および知識の欠如または不足」を重視し、「顧客が証券業者の推奨する証券取引を評価し、それを不適切と思った場合に、拒絶する知性および理解力があるかどうか」を基準とした。<sup>(6)</sup>

また、M & B Contracting Corp 判決において、原告は個人投資家ではなく、事業会社であり、投資金額は極めて潤沢であった。原告口座は財務担当の副社長により定期的に検査されていたが、原告会社の社長は被告証券業者の推奨にほとんど黙従しており、必ずしも自主的かつ冷静

## 過当取引の民事責任（一）

な判断で投資決定をしていたわけではなかった。しかし、原告側は、被告証券業者と連絡を頻繁に取り合い、証券業者が推奨する投資内容を独自に分析することも可能であり、最終的な投資判断を行うことは権利を行使できる状況にあったことから、損害賠償請求は棄却されている。<sup>(7)</sup>

口座支配において問題となる顧客の投資知識とは、例えば、証券業者が推奨する信用取引などの投資方法の基本的仕組、各取引の経済的合理性、投資リスク、用語の意味および売買報告書などの内容を理解できているかどうかである。すなわち、顧客が証券業者の推奨する投資内容を合理的に評価し、それが不適切な場合、拒絶する知識および理解力を有しているかどうかである。

また、多数の判例で引用されている、Looper 審決では、SECは、「顧客が投資知識を有する投資家ではなく、ブローカーの助言に日常的に従っていた場合、ブローカーは顧客に対し信認関係にあり、忠実義務に基づき、顧客の最大の利益において行動をしなければならない」と指摘したうえで、「顧客がたとえ医者という知的職業に就いていたとしても、洗練された投資技術を有さず、取引の大半がブローカーにより誘引され、その主導の下で行われたのであれば、ブローカーが顧客口座を支配していたことになる」と認定した。<sup>(8)</sup>

他方、Zaretsky 判決によれば、証券業者に付与された証券取引に係る自由裁量権、顧客の年齢、教育、知性、職業、投資経験および投資知識、顧客と証券業者との関係、証券業者に対する顧客の信頼に基づき、口座支配を認定している。本件では、ブローカーが自由裁量により、あらゆる投資決定を行い、原告が取引に関する情報を求めた際には、怒りさえ示した。原告は月次売買報告書の内容を理解せず、証券市場に関する基本的用語の意味さえ知らなかった。原告はブローカーを全面的に信頼し、資金を預けるに値する者であると信じていた。原告が月次売買報告書の内容に異義を唱えなかったとしても、これらの事実は、ブローカーが原告の口座を支配していることを示すものである。<sup>(9)</sup>

## 2 顧客と証券業者の関係

当該要素は、証券投資に至る契機、証券業者に対する依存度、服従度、信頼度、話合いの頻度、密接さ、証券業者の裁量権などを問題とする。

例えば、顧客が証券業者による積極的な勧誘を契機に証券取引を行い、証券業者の助言指導および取引手法に黙従し、事実上の一任勘定取引に引き込まれた場合などである。すなわち、証券業者が顧客口座の管理および運用を実質的に一任され、または当該状況に誘引した場合には、証券業者による取引の主導性を構成する要素となる。

Hecht 判決においては、原告たる顧客が長年の投資経験を有しながら、「顧客が証券業者を極めて信頼していたこと、証券業者が主導する投資決定および投資選択<sup>(10)</sup>に関し、全面的に服従していたこと」を口座支配の基準としている。Fischbach 審決もまた、顧客は被審人会社の担当者による推奨および助言指導に恒常的に従っていた場合、文書化された売買一任勘定契約がなくとも、顧客口座に対する黙示的な支配が生ずると<sup>(11)</sup>している。

また、Carras 判決は、投資に関する顧客の能力が欠如しているか、証券業者とによる投資リスクの説明・開示、損益状況および長期的な投資計画の提示などがあったかを重視している。すなわち、顧客の証券投資に関する判断力が欠如し、各取引における投資決定の関与率が低く、証券業者による投資リスクおよび不合理な取引に対する詳細な説明がないことを基準に、証券業者による口座支配を認定している。それ故、「顧客が自身の最大の利益を決定するに十分な金融および投資上の洞察力を有し、証券業者の口座運用方法を評価できているならば、顧客が口座を支配している」といえる。しかし、顧客が投資に関する知識および経験が乏しく、証券業者が積極的に証券投資を勧誘し、顧客が口座を運用する能力を欠いており、投資選択に関するブローカーの推奨をそのまま黙従せざるを得ないのであれば、証券業者が口座を支配していたことにな<sup>(12)</sup>る。

## 過当取引の民事責任（一）

このように、証券業者が顧客を事実上の売買一任勘定取引に誘引した場合、証券業者は顧客から事前の承諾を得ることなく、自身の判断で投資選択を行い、証券売買を繰り返すことが可能である。当該状況下においては、証券業者から顧客に、一連の取引に関する事後的な説明も全く行われず、長期的な投資計画も示されていないのが実情である。そして、顧客が売買の損益状況、投資リスク、支払経費などの取引内容に関する正確な情報および認識を得ることに対し、証券業者側は意図的に妨げることも少なくない。

### 3 取引に関する顧客の認識

当該要素は、投資対象となっている市場並びに自身の口座に関する顧客の知識、情報、理解力および取引の承認などを問題とする。

例えば、顧客が証券業者が推奨した証券取引の是非が判らず、取引内容、取引量および頻度に関する経済的合理性を理解できない。また、推奨された取引を拒絶する知識および判断力を有していない。さらに、継続的取引関係が存在し、および投資顧問的役割を有しながら証券業者は投資運用計画を顧客に対し、具体的に提示していないとする。

これらの場合、顧客が売買報告書などを受領し、各取引に対し必ずしも異議を唱えていなくても、証券業者が口座を支配し、一連の取引を主導していたことになる。<sup>(13)</sup> すなわち、Newburger, Loeb & Co 判決が説示するように、顧客が証券業者の投資アドバイスを十分に理解できたうえで、証券業者が推奨した証券取引に同意しているならば、顧客側は自身の口座を支配し、一連の取引を主導していることになる。<sup>(14)</sup>

しかし、Kravitz 判決は、顧客の職業および投資経験、証券業者と顧客間の関係、それに伴う投資判断および選択を重視している。本件取引において、例えば、ブローカーは、あらゆる投資決定をただけではなく、取引に関する原告との話し合いを拒絶し、原告が取引についての情報を求めた時には、怒りを示した。原告は、本件取引に至るまで投資経験はな

く、投資知識も皆無であった。そのため、受領した月次売買報告書を理解できず、証券取引に関する基本的な用語の意味すら知らなかった。連邦地裁は、「原告は月次売買報告書などを受領し、自己勘定の取引銘柄および取引量に関し、『被告証券会社において、全く不満を言わなかった』という事実は、証券業者が原告の口座を支配し、一連の取引を主導したことを否定するものではない」と判断した。<sup>(15)</sup>

Greenfield 判決のように、月次売買報告書および売買確認書を顧客が定期的に受け取っていたという事実が、証券業者による口座支配を否定する事例もある。<sup>(16)</sup>しかし、多数の判決は、単に顧客が月次売買報告書および売買確認書を受け取っていることをもって、顧客が口座を支配していたとは判断せず、それら書類の内容を顧客が正確に理解できていたかを問題としている。

#### 4 投資決定の度合い

当該要素は、投資に係る当事者の主体性および積極性、誰が取引対象の証券を選択したのか、売買に関する具体的説明、投資決定の最終的な判断能力の有無、投資に関する洞察力などを問題とする。

例えば、顧客は証券投資を主体的かつ積極的に行ったのではなく、主としてブローカーが推奨した証券を盲目的に売買し、それについて合理的かつ自主的な投資判断をする能力がない。それにもかかわらず、ブローカーが顧客を一連の頻繁な取引に誘引したケースである。当該状況は、「ブローカーが顧客の口座を支配していた」と認定する一要素となる。

Tiernan 判決は、「誰が一連の取引を積極的に行ったのか」を問題としている。<sup>(17)</sup>そして、顧客がブローカーの口座運用方法および推奨に日常的に黙従していたとしても、投資経験および知識に基づき、ブローカーによる口座運用を監視および分析することができていたならば、ブローカーが顧客の口座を支配していたことにはならないとする。

しかし、Costello 判決は、「顧客が投資経験および知識を有していて

## 過当取引の民事責任（一）

も、時間的制約などから、ブローカーに口座運用を実質的に任せることもある。当該状況下において、ブローカーが顧客の投資目的に反する頻繁な売買を行ったのであれば、過当取引による民事責任を負うことになる<sup>(18)</sup>と説示する。すなわち、顧客が投資経験を有していたとしても、投資内容および取引手法の合理性を判断できるほどの知識がなく、ブローカーを盲目的に信頼し、ブローカーが投資選択に関する最終的判断を顧客に求めずに、自身が主導して一連の売買取引を行っていた場合、ブローカーによる口座支配が認められる余地があるといえる。

つぎに、Miley 判決は、「ブローカーが顧客の投資決定に多大の影響を及ぼしていること」を重視した<sup>(19)</sup>。前述したように、顧客が売買報告書などを受領しながら、各取引に対し事後的に異義を唱えていたか否かは問題ではない。さらに、Cruse 判決は、「原告たる顧客は、長期の投資経験を有する成功した実業家である。しかし、顧客がブローカーを信頼し、投資に係る助言指導に黙従している場合、口座が非一任勘定であったとしても、ブローカーは依然として、顧客口座を支配することができる」<sup>(20)</sup>と述べる。

他方、Xaphes 判決において、原告は高学歴の弁護士であり、洗練された投資技術を有する者であった。原告は月次売買報告書などを絶えず分析し、極めて詳細に、自身および顧問税理士のために各取引に関する記録をつけていた。原告は頻繁に被告証券会社を訪れ、投資に関する話し合いを行っている。また、証券業者はすべての取引に先立ち、各投資の説明を原告にしている。原告は市場と自己の口座に関する軌跡をたどり続け、証券業者が勧める投資戦略に異義を唱えたりしている。そのため、一連の取引を中止させることも可能であった。これら理由から、連邦裁判所は証券業者による口座支配要件の成立を否定した<sup>(21)</sup>。

## 5 裁判所の認定傾向

裁判所は、上述した各要素がより多く満たされる場合に、証券業者に

よる事実上の顧客口座に対する支配を認定している。裁判所は顧客の属性を検討し、個々の取引について実際の売買に至った経緯よりも、証券業者が推奨する投資選択および口座運用に関する、顧客の合理的かつ自主的な判断力の有無を重視している。そして、証券業者と顧客との関係を分析し、証券業者と顧客とが定期的に話し合いを行ない、顧客が口座運用に関する経験および知識を有していたとしても、証券業者の推奨に日常的に黙従し、証券業者が投資リスク、取引の仕組み、経済的根拠、損益状況など、取引内容に関する正確な情報を顧客に伝えていない場合、証券業者による口座支配を認める傾向にある。

例えば、Follansbee 判決は、①顧客が「イエスカノーカ」を言う最終的な判断能力を有したかどうか、②最終的な投資判断を証券業者から各取引ごとに求められていたかどうか、③顧客が証券業者の推奨する投資内容を評価・分析し、それが不適切と思った場合に、拒絶できる知識および理解力があつたか、などを口座支配要件の認定基準としている<sup>(22)</sup>。それ故、顧客が証券業者の推奨に必ずしも黙従することなく、当該推奨とは異なる投資を、独自の判断で行ない、それが取引の大半を占めていた場合、証券業者の口座支配は否定されることになる。本判決は、前述した Carras 判決とともに、口座支配の認定基準を示すものとして、多くの判例で引用されている。

また、Mihara 判決は、「顧客が洗練された投資技術を有する投資家であれば、証券業者の投資助言に従っていたとしても、証券業者が顧客口座を支配しているとは言えない。顧客が投資に関する最終的な判断能力を有していたかどうかにより、口座支配の要件は認定される」という考えを示した<sup>(23)</sup>。

すなわち、証券業者による口座支配は、以下の各要素が集積したならば、認定される傾向にあると言えよう。①顧客は投資経験および知識が皆無でないが、証券業者が主導または推奨する取引手法、取引頻度および取引量の経済的合理性を客観的に判断できる能力が欠如している場合、

## 過当取引の民事責任（一）

②証券業者の積極的な勧誘を契機に事実上の売買一任勘定取引に引き込まれた場合、③証券業者が顧客との継続的取引関係から生じた信頼関係を濫用して、事前承諾を得ることなく証券売買を繰り返し、長期的な投資計画も示されず、事後的説明も実質的に行われていない場合、④証券業者が顧客に投資商品の仕組み、リスク開示、取引の損益状況などの情報を正確に伝えていない場合、⑤顧客が取引状況に関する正確な認識および情報を獲得することを、証券業者が意図的に妨げた場合には、顧客が売買報告書などを受領し、異議を唱えていなくとも、証券業者による口座支配が認められる。

M & B Contracting Corp 判決および Lieb 判決は、口座支配要件が認定される要素を端的に示している。まず、M & B Contracting Corp 判決は、①顧客の投資に係る主体性、年齢、学歴、知性、職業、投資経験、投資知識、②顧客と証券業者との関係が対等なものか、顧客が証券業者に黙従しているのか、③投資対象となる市場、取引の内容および口座価値の増減に関する知識を十分に有しているか、④顧客と証券業者と投資に関する話し合いを定期的・規則的に行っていたか、⑤顧客が各投資決定に承認を与えていたか、それとも証券業者が顧客に無断で取引を行って<sup>(24)</sup>いなかったか、⑥投資選択は誰が主導的に行っていたか、という要素を重視する。

他方、Lieb 判決は、①顧客の年齢、教育・学歴、知性、投資経験を有しているかどうか、②顧客と証券業者との関係に一定の距離があるならば、顧客は口座を支配している状態にある。しかし、その関係が社会的にまたは個人的に密接なものである場合、証券業者が口座を支配している傾向がある、③取引の多くが、顧客の承諾を受けることなく行われたものかどうか、④顧客と証券業者が取引内容および取引手法について頻繁に話合っているかどうか、という要素を認定基準とする。<sup>(25)</sup>

これら判決が示した「事実上の口座支配」性が認定される要素は、その後の判例に多大の影響を与えている。証券業者が顧客の口座を支配し、

取引を主導して、手数料を稼ぐため、顧客の利益を無視または配慮せず、顧客の投資目的に反する無思慮な投資選択および取引手法により、頻繁な証券売買を繰り返すことは、結果的に市場の公正な価格形成を歪曲することになる。そこに、過当取引の悪性があると考えられる。

- (1) O'Hara, *The Elusive Concept of Control in Churning Claims Under Federal Securities and Commodities Law*, 75 Geo. L. J. 1875, 1889 (1987).
- (2) Vogel v. A.G. Edward & Sons, Inc., Fed. Sec. L.R. (CCH) ¶95,768 (1990).
- (3) Nighollo v. Oppenheimer & Co., Inc., 711 F.2d 1361 (7th Cir. 1983).
- (4) Nighols, *The Broker's Duty To His Customer Under Evolving Federal Fiduciary And Suitability Standard*, 26 Buff. L. Rev. 435,445 (1977)
- (5) Kaufman v. Magid, 539 F. Supp. 1088 (1982); Nunes v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 63 F. Supp. 1391 (1986).
- (6) Marshak v. Blyth, Bastman, Dillon & Co., Inc., 413 F. Supp. 377 (1975).
- (7) M & B Contracting Corp v. Dale, 796 F.2d 531 (6th Cir. 1986).
- (8) In the matter of Looper & Co., 28 S. E. C. 291 (1958).
- (9) Zaretsky v. E F Hutton & Co., Inc., 509 F. Supp. 68 (1981).
- (10) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417 (1968), *on other grounds modified*, 430 F.2d 1202 (9th Cir. 1970).
- (11) In the Matter of Fischbach, et al., Fed. Sec. L.R. (CCH) ¶84,844 (1991).
- (12) Carras v. Burns, 516 F.2d 251 (4th Cir. 1970).
- (13) Dashjian, *Overcoming Defenses to Churning Claims Under the Federal Securities Laws*, 20 S. R. L. J. 362, 364 (1993).
- (14) Newburger, Loeb & Co., Inc. v. Gross, 563 F.2d 1057 (2nd Cir. 1977), *cert. denied*, 434 U. S. 1035, 98 S. Ct.769, 54 L.Ed.2d 782 (1978).
- (15) Kravitz v. Pressman, Frolich & Frost, Inc., 447 F. Supp. 203 (1978).
- (16) Greenfeld v. D. H. Blair & Co., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶95,239 (1975).
- (17) Tiernan v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc., 719 F.2d 1 (1st Cir. 1983).

### 過当取引の民事責任（一）

- (18) *supra* note 3, 711 F. 2d 1361 (7th Cir. 1983).
- (19) *Wiley v. Oppenheimer & Co.*, 637 F. 2d 318, 324 (5th Cir. 1981).
- (20) *Cruse v. Equitable Securities of New York, Inc.*, 678 F. Supp. 1023 (1987).
- (21) *Xaphes v. Merrill Lynch*, 632 F. Supp. 471 (1986).
- (22) *Follansbee v. Davis, Skaggs & Co.*, 81 F. 2d 1361 (9th Cir. 1982).
- (23) *Mihara v. Dean Witter & Co.*, 619 F. 2d 814 (9th Cir. 1980).
- (24) *supra* note 7, 795 F. 2d 531 (6th Cir. 1986).
- (25) *Lieb v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 461 F. Supp. 951 (1978), *aff'd mem.*, 647 F. 2d 1652 (6th Cir. 1981).

### 第三節 欺罔の意図要件（取引の悪意性）

第三の要件である「欺罔の意図（取引の悪意性）」とは一般的に、「単なる過失よりは重い認識であり、意識的な怠慢を超えるものである」という行為者の心理状況をさす。<sup>(1)</sup>例えば、O'Connor 判決において、第十巡回区裁判所は、「思慮の欠如 (reckless) が、欺罔の意図 (scienter) 要件を満たしうる」とし、「思慮の欠如とは、『通常の注意の標準からの極端な逸脱』を指す」と説示した。<sup>(2)</sup>

しかし、欺罔の意図要件は必ずしも独立した証拠をもって立証する必要はなく、取引の過度性およびおよび口座の支配性を認定するうえで必要となる証券業者の行為などの各要素から推定される。<sup>(3)</sup>

過当取引の認定に閉じ、「証券業者は顧客に自主的かつ冷静な投資判断を妨げることなく、その口座を支配して、顧客利益を無視または配慮せずに、顧客の投資目的に反した頻繁な証券売買を繰り返す、手数料を稼いでいる」という、証券業者の認識が問題となる。

多数の判例は、過度の取引要件（取引の過度性）および口座の支配要件（取引の主導性）が、具体的要素に基づき立証された場合、これら事実から必然的に欺罔の意図（取引の悪意性）の要件が推認している。すなわち、過当取引は証券業者が手数料を稼ぐため、顧客との信頼関係を悪用して、投資目的に反する頻繁な売買を繰り返すことである。

そのため、取引の過度要件および口座の支配要件を立証するためには、証券業者の取引手法が自己利益の実現を優先させるため、顧客利益を無視または配慮しないものであり、特定の顧客を積極的に害する意図を有していなくとも、必然的に顧客に損害をもたらす結果となる行為を指摘する必要がある。

具体的には、①証券業者が顧客の口座を支配することにより、複雑な取引手法に基づき、顧客の投資目的に反し、かつ顧客の収入および資産を遙かに凌駕する頻繁かつ大規模な証券売買を行い、全体の売買回数だけでなく、一日当たりの売買回数および売買金額が多いこと、②顧客が被った運用額に比験して、証券業者が獲得した手数料などの利益が多額であること、③証券の購入から売却までの保有期間が短いものが多く、相場が乱高下していないにもかかわらず、短期乗換売買および出し入れ取引を繰り返していること、④同一銘柄の証券を同一日または連続した数日間にわたり、同一単価または近似の単価で何回にも分けて買付または売付け、このように取引を小口で分けて売買することにより、売買委託手数料が算出される料率が高くなり、かつ支払経費は売買回数に応じて多くなることから、証券業者に多額の収入をもたらす結果となっていること、⑤売買対象の銘柄が多種多様であり、信用取引、およびデリバティブ取引など、顧客が取引の仕組みが複雑で、それを理解できない取引が繰り返され、取引に係るリスク開示を行っていないこと、⑥経費負担が増大することになる年次売買回転率および年次手数料率が高いこと、⑦顧客が自宅または会社などに不在の日にも、無断で頻繁かつ多額の売買を行い、その後においても、これら取引に関する説明を行っていないこと、⑧複雑な取引手法にもかかわらず、証券業者は顧客に具体的な投資計画を示しておらず、かつ売買損益および評価損益に関する詳細な説明を行っていないこと、⑨買付時点で、「マイナスパリティ」のワラントおよび権利行使期限までの「残存期間が2年未満」のワラントが多数、証券業者から推奨され、買付けられていること、などの要素がある。

## 過当取引の民事責任（一）

このように、本章第一説および第二説で述べてきた客観的要素および顧客属性などの主観的要素に基づき、過度の取引要件および口座の支配要件を立証することにより、証券業者による取引の悪意性が導き出せる<sup>(4)</sup>といえる。

過当取引を原因とする民事訴訟においては、顧客に対する証券業者の信認義務違反が問題となる。そこで、連邦裁判所は過当取引を詐欺の一種と認め、顧客に対する詐欺または欺瞞の存否には、欺罔の意図を立証<sup>(5)</sup>を求めた。そのため、過当取引を原因とする損害賠償請求を、証券取引所法10条 b 項および規則 10(b)-5 に基づき提起できるものとしているのではない<sup>(6)</sup>。

損害賠償額の算定において、欺罔の意図要件は重要な意味を有する。すなわち、欺罔の意図をもって、証券業者が顧客勘定に基づき、顧客の投資目的に反する頻繁な取引を行ったことにより、多額の手数料を稼ぎ出した場合、過当取引の違法性が認定される。そして、欺罔の意図の存否により、裁判所は証券業者の賠償責任を全か無かで判断し、原告は証券取引という投資リスクを有しながら、損害賠償額は原則として、過失相殺はされずに、認容されることになる。

なお、不法行為の抑止およびその責任を強化する目的から、<sup>(7)</sup>補償的損害賠償に加え、多額の懲罰的損害賠償が課されることがある。例えば、Davis 判決において、第八巡回区裁判所は、補償的損害賠償額を100,000ドルに対し、懲罰的損害賠償額を2,000,000ドルと算定した。懲罰的損害賠償額が過度であるかについて、補償的損害賠償額との対比、不法行為の性質と重大性、不法行為の意図、不法行為者の経済状況、不法行為に付随する状況、という要因を考慮している。<sup>(8)</sup>

懲罰的損害賠償を請求するためには、不法行為者の著しい害意、詐欺または抑圧を立証しなければならないが、それは「取引の悪意性（欺罔の意図）」を満たすことで十分とされる。そこで、過当取引が認定された場合、懲罰的損害賠償が付与される基準をも満たすことになる。

ただし、懲罰的損害賠償の付与は、裁判所の裁量に大きく依存する。例えば、Levin 判決は、Davis 判決とは異なり、補償的損害賠償は認めながら、過当取引を「道徳上、重大な行為ではない」として、懲罰的損害賠償<sup>(9)</sup>の請求を棄却している。

- (1) Keeton, *The Necessity For An Intent To Deceive*, 5 U. S. A. L. Rev. 583 (1958).
- (2) O'Connor v. R. F. Lafferty & Co., Inc., 965 F. 2d 893, 898 (10th Cir. 1992).
- (3) Huebner, *Customer Actions Against Commodities Brokers*, Washington State Bar News, 29, 30 (June 1991).
- (4) Shad v. Dean Witter Reynolds, Inc., 799 F. 2d 525, 530 (9th Cir. 1986); Armstrong v. McAlpin, 699 F. 2d 79 (2nd Cir. 1983); Mihara v. Dean Witter & Co., 619 F. 2d 814 (9th Cir. 1980).
- (5) Santa Fe Indus. v. Green, 430 U. S. 462 (1977).
- (6) O'Hara, *The Elusive Concept of Control in Churning Claims Under Federal Securities and Commodities Law*, 75 Geo. L. J. 1875, 1887 (1987).
- (7) Comments, *Punitive Damages and The Federal Securities Act: Recovery Via Pendent Jurisdiction*, 47 Miss. L. J. 743, 744 (1976).
- (8) Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F. 2d 1206 (8th Cir. 1990).
- (9) Levin v. Shearson Lehman/American Express Inc., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶92,080 (1985).

#### 第四節 Hecht 判決の意義

Hecht 判決は、原告が長年の投資経験を有しながら、過当取引を原因として、連邦証券法に基づく損害賠償請求が認容された先駆的事例である<sup>(1)</sup>。本判決は過当取引に係る多数の民事訴訟において引用され、過当取引の要件と認定要素との関係について、その後の判例に、多大の影響を与えている。そこで、本件における事実の概要、地裁判決（1968年）および控訴審判決（1970年）を詳述し、Hecht 判決の意義を考察する。

## 過当取引の民事責任（一）

### 1 事実の概要<sup>(2)</sup>

#### (1) 原告の属性

原告 Hecht 夫人は、77歳（1968年現在）の未亡人である。英国で生まれ、教員学校で学んだ後、教職に就く。23歳の時に Canada に渡り、以降、Canada および米国で家庭教師およびデパート店員などの仕事をす。1939年に、California の女子校で教師をしていたが、校長の勧めにより、Hecht 家の子供の家庭教師兼家政婦となる。そして、1953年には Hecht 氏と結婚をした。

Hecht 氏は貿易事業を営み、Merrill Lynch 社で証券取引および商品先物取引を行っていた。1953年に、担当者 Wilder が Hooker & Fay 社に移籍すると、Hecht 氏は同社に口座を移し、Wilder に大豆先物取引をさせた。しかし、1955年に Hecht 氏は心臓発作で死亡し、原告 Hecht 夫人と娘には多額の遺産が残された。

Hecht 氏と結婚するまで、原告の給与は月額125ドルを超えることは決してなかったが、1928年頃から株式取引を始め、1931年から1936年までは、Johnson 社で信用取引を月に5回から10回は行っている。1936年からは、Walston 社に口座を移し、取引を続けた。

Hecht 家で働くようになった後、原告は Hecht 氏から投資の援助を受けた。しかし、1939年から1955年の間における原告の取引状況は、売付が32回、買付が41回であり、1年に5回を超える売付は決してなかった。

#### (2) 本件取引の経緯

1955年7月に、Hecht 氏が死去した後、原告と Wilder は懇意になり、原告は、42,000ドル相当の自身の口座を、Wilder が勤務する Hooker & Fay 社に移した。その後、原告は夫の口座を相続し、1957年5月に、Wilder が Harris Upham 社の登録外務員となると、口座を同社に移した。当時、原告の口座は533,161ドルの価値があった。

以降、1957年5月から1964年3月までの6年10ヵ月間、原告は Harris

Upham 社で取引を行った。Wilder は平日のほぼ毎朝、電話で原告に連絡をとり、週に少なくとも一度は、時には数回、原告の自宅を訪問した。原告は Harris Upham 社に電話をして、Wilder と話しをすることもあった。

(3) 本件取引の概要

1957年5月から1964年3月までの6年10ヵ月間、原告口座では証券取引および商品先物取引が活発に行われ、売買回数は10,000回以上、売買総額は約1億ドルに達する。一連の取引のうち、証券取引は200銘柄の株式に基づき1,200回から1,400回、商品先物取引は約9,000回にのぼる。

証券取引による売買損益は、164,773ドルの利益が生じている。他方、商品先物取引では、売買損益は約176,000ドルの売買損である。それ故、証券および商品先物取引の売買損益を合算すれば、約12,000ドルの売買損が生じている。

証券取引による売買委託手数料およびマークアップ<sup>(3)</sup>は91,000ドル、商品取引による売買委託手数料は98,000ドルであり、合計189,000ドルの手数料およびマークアップを原告は支払っている。また、信用取引に係る借入金利は、43,000ドルである。すなわち、これら手数料および金利などの合計額は232,000ドルであり、年平均33,000ドルにのぼる。

この間、株式の配当および債券の利息として、124,237ドルが原告口座に振り込まれているが、原告は資本利得課税として、64,000ドルを支払っている。

6年10ヵ月間に及ぶ一連の取引により、原告の口座価値は533,161ドルから251,308ドルに下落した。原告は税務調査のため雇った税理士から、「原告の口座は相当に損害を被っている」という指摘を受け、1964年3月に口座は閉じられた。そこで、原告は被告 Wilder および Harris Upham 社に対し、1934年証券取引所法10条b項および規則10(b)-5、同法20条a項などの違反に基づく損害賠償を求め、California 北部地区連邦地裁に訴えを提起した。

## 過当取引の民事責任（一）

### 2 原告の主張<sup>(4)</sup>

原告は夫から引き継いだ口座を適切に運用するに必要とされる教育、社会経験および投資技術などを有していない。夫の死後、原告自身が病気であったため、1955年初めころから、被告 Wilder に口座運用依存するようになり、被告は当該状況につけ込み、Harris Upham 社に口座を移させた。そして、優良株を処分して、投機的な証券取引および商品先物取引を行った。

すなわち、Wilder による以下の取引は、原告のニーズおよび目的に反するものである。また、これら詐欺的行為について、Harris Upham 社には、証券取引所法20条a項に基づく支配者責任がある。

①原告が Wilder に売却しないように指示をした証券を、Wilder は売却した。②原告の意向に基づく投資の性格および目的を無視した投資を行なった。③Wilder は口座のブルーチップ株<sup>(5)</sup>を処分して、投機的かつグレードの低い証券を売買した。④原告の知識および理解に関係なく証券および商品先物の売買をした。⑤原告のニーズ、投資目的および口座の性格に照らし過度である証券および商品売買をした。そして、手数料を稼ぐため以外の目的もなく、短期頻繁な売買をした。⑥1956年6月に、投機的およびリスクの高い商品先物取引に引きずり込んだ。⑦口座資産が実際よりも価値があるかのような虚偽の説明をした。⑧マークアップにより、Wilder が獲得する利益を開示しなかった。⑨Wilder 自身がコロニアル株およびアイテック株の取引を行うため、原告口座から約60,000ドルの資金を流用した。

そこで、原告は1,109,000ドルの損害賠償を受ける権利がある。その内訳は以下の①から④の合計額である。すなわち、

① 1,026,000ドル（1957年5月に Harris Upham 社に移された口座がそのままであれば見込まれたであろう価値）－250,000ドル（一連の詐欺的取引が明らかになった1964年3月時点の口座価値）＝776,000ドル。

② 194,135ドル（口座がそのままであれば受領していた株式の配当お

よび債券の利息) - 124,237ドル(現実に受領したこれら金額) = 69,898ドル。

③ 174,000ドル (証券取引による手数料76,000ドル+商品先物取引による手数料98,000ドル)+証券取引に係るマークアップ15,000ドル+信用取引の信用供与に係る金利43,000ドル=232,000ドル。

④ 64,730ドル (取引に係る州および連邦税)。

### 3 被告の主張<sup>(6)</sup>

原告は Wilder および Harris Upham 社による取引以前に、早くは1928年以來、証券取引を行っており、投資に精通している。Johnson 社および Walston 社とも取引経験があり、また、1931年から1955年の間には、Walston 社の担当者 Ernest Fairey と定期的かつ頻繁に話し合いをしている。

さらに、原告は Hecht 家の主婦として、証券取引だけでなく、商品先物取引を行い、新聞の金融欄を定期的に読んでいる。原告は投資経験が豊かであり、十分な投資知識を有している「ベテラン・ギャンブラー」である。それ故、証券取引だけでなく、商品先物取引のリスクについても十分に認識しており、そのリスクなどについて、Hecht 氏および他の者から教えられていた。

原告は自身のことしか気かけず、他人を信頼することはなかった。原告口座における大規模な投機的取引は、原告にせがまれたものであり、原告は取引内容を十分に理解し、承諾をしていた。

## 4 地裁判決

### (1) 過当取引の認定

本裁判所は、「Wilder は原告口座の性格、原告のニーズおよび投資目的に照らし過度な取引量の証券および商品の売買、同一銘柄の証券および商品に関する頻繁かつ短期的な売買並びに同等またはより劣悪な投資へ

## 過当取引の民事責任（一）

の乗換売買を行っている。これらは、手数料を稼いだすことにより、Wilder および Harris Upham 社に利益にもたらず以外、正当性がなく、一般的に過当取引として知られる内容である」という、原告の主張を採用する。

顧客が取引量および取引回数に関しブローカーの推奨および助言指導に依存している場合、当該ブローカーが顧客との信頼関係を濫用して、顧客のニーズおよび目的に反し、手数料を稼ぐため、短期乗換売買を含む過度な取引を行うことは、証券法17条 a 項、証券取引所法10条 b 項および規則 10(b)-5<sup>(7)</sup> に違反する。本件では、以下の事実から、過当取引が認定される。

### ①口座支配

外務員による口座支配は過当取引の認定上、必要不可欠であるが、当該支配とは、売買一任勘定契約が締結されている場合に限定されない。純朴であり、洗練された投資技術を有していない顧客が、ブローカーの推奨および助言指導に常に依存しているのであれば、口座支配を推認することができる。

本件原告は投資経験を有するが、証券投資に関する原告の理解は極めて限定的であり、商品先物取引に関する理解は事実上、皆無である。すなわち、証券および商品先物市場に関する理解は表面的なものといえる。1955年まで、原告は小規模な証券取引から利益を得ているが、それは原告自身の判断および知識からではなく、当時の担当者および夫の主導から得たものである。<sup>(8)</sup>

原告は売買確認伝票および月次報告書から、支払った手数料および金利を知ってはいたが、取引の頻繁さおよび取引量が「過度」であるかどうかを判断するほどの十分な知識はなかった。

被告 Wilder は原告の自宅を訪れた際に、売買確認伝票および月次報告書を持ちかえり、Wilder 自身の手元に置いていたため、原告はこれら書類を丹念に検討することはできなかった。

さらに、Wilder は1956年から1963年3月29日まで、原告口座に関する概略表を作成したが、それには取引総額、利益、全利益、口座の増加価値、増加価値という項目だけであった。

1963年3月29日付けの最後の概略表には、「1958年から1962年に及ぶ5年間で、口座から約25万ドルが引き出されているが、依然として元々の資金よりも増えている」と記載されていた。それは、過度の取引が行われていないという印象を与え、誤解を招くものである。

原告は取引回数および取引量については何ら異議を唱えることなく、常にWilder に従っていた。他方、商品先物取引に関し、原告は他の者からそのリスクを教えられていたかもしれない。しかし、Wilder は、洗練された投資技術を有さない原告未亡人を、頻繁な商品取引に誘引し、約7年間にわたり、率先してかつ継続的に当該取引を行った。原告がWilder を信頼しているのを奇貨として、口座の性格、投資目的およびニーズに照らし過度の取引を行わせた。これら事実から、Wilder は原告の口座を完全に支配していたといえる。<sup>(9)</sup>

## ②過度の取引

過当取引は一定の公式に基づき認定をすることは不可能であり、その必要もない。過度の取引要件を認定する一要素として、売買回転率、出し入れ取引、顧客の投資額および損失額に対し、証券会社が獲得した利益との比較などがある。

本件において、証券取引は200銘柄の株式に基づき1,200回から1,400回、商品取引は約9,000回にのぼる。購入した全証券のうち、45%が6ヵ月未満に売却され、67%が9ヵ月未満に売却され、82%が1年未満に売却されている。

6年10ヵ月間における証券口座の売買回転率は、原告の計算によれば、11.5回であり、被告の計算によれば、<sup>(10)</sup>8.04回である。他方、商品口座の平均投資額は約35,000ドル、売買総額は8,900万ドルであり、当該期間において2,500回も回転している。

## 過当取引の民事責任（一）

証券および商品取引の支払経費は、手数料およびマークアップが189,000ドル、金利が43,000ドルであり、計232,000ドルに達する。キャピタル・ゲイン課税を除いたとしても、約500,000ドルの口座価値のうち、支払経費は40%に相当する。そして、6年10ヵ月間の手数料率は約40%に及ぶ。

原告の証券取引から Harris Upham 社が獲得した手数料76,000ドルは、同社の San Francisco 支店における、8,000から9,000におよぶ顧客口座のうち、11から14の口座を除く、いかなる口座から獲得した手数料よりも多い。また、原告が本件証券取引により支払った手数料は、Wilder が獲得した全証券売買委託手数料の39%に相当する。

他方、原告の商品取引から Harris Upham 社が獲得した手数料98,333ドルは、San Francisco 支店における他のいかなる商品口座から獲得した手数料よりも多く、同支店の31%から38%に相当する。また、Wilder が獲得した全商品売買委託手数料の59%に相当する。

原告が支払った手数料174,000ドルおよび信用供与に係る金利43,000ドルは、San Francisco 店の全収入の4.7%に相当し、他の顧客の50倍である。

Wilder は、「給料は固定給であり、問題となった期間のボーナスは皆無であり、昇給もなかった」と証言する。しかし、Harris Upham 社は1961年6月および1962年1月に、各5,000ドルのボーナスを Wilder に支払っている。また、給与は1961年3月から1963年3月まで、月額1,250ドルから1,500ドルに上がり、以後は1,250ドルとなり、1964年4月には、850ドルに減額された。すなわち、Wilder の収入は、取引量および手数料収入に比例して、Harris Upham 社にどれだけ貢献したかにより決定<sup>(11)</sup>されている。

被告は「商品先物は証券ではなく、連邦証券諸法の規制対象外である。それ故、商品先物の過当取引を原因とする損害賠償請求は認められない」と主張する。商品先物の過当取引は商品取引所法の規制対象となるもの

であるが、本件においては、Wilder が主導した原告勘定による証券および商品取引は、単一の欺罔行為である。原告の商品口座には元々、7,500ドルしか預託されていなかったが、Wilder は原告の証券口座から商品口座に、245,000ドルも移している。

被告 Wilder は原告の証券口座を支配し、かつ原告を誘引して商品取引をさせ、手数料を稼ぎだす機会を増大させたのである。本件において、過度の商品取引により手数料を稼ぎだす行為は、証券口座に係る過当取引と見なすことができる。<sup>(12)</sup>

### ③他の不正取引

被告 Wilder はコロニアル株の自己取引に原告を誘い込み、現実には120株を購入し、その代金を受領しながら、「100株を購入した」と虚偽の報告をした。<sup>(13)</sup>

また、原告勘定でアイテック株100株を1株94ドルで購入したが、アイテック社が配当に関する声明を発表した後に、アイテック株は1株94ドルから300ドルに急騰した。しかし、被告 Wilder は当該事実を原告に告げずに、1株94ドルでアイテック株を原告から譲り受け、高値で売却した。<sup>(14)</sup>

### (2) 損害賠償額の算定

過当取引は、手数料および金利以上の損害を顧客にもたらす。本件では、原告は「証券および商品の活発な売買取引は、元々リスクが高い」ことを認識しており、取引が過度であることを除き、取引に不満を述べることはできたはずである。それ故、取引上の損失までは回復できないため、賠償額は過当取引により支払った手数料および金利に限定される。

しかし、「原告を商品先物取引に誘い込ませる、という Wilder の目的が、手数料を稼ぎだす、さらなる機会を生み出すためだけのものであり、商品取引は証券口座の資金を過当に回転させるための単なる策略である」といえる。そのため、手数料および金利以外の、過当取引による他の損害が補償される。

## 過当取引の民事責任（一）

そこで、損害賠償額は439,520ドルとなる。その内訳は、手数料および金利が232,000ドル、過当取引による他の損害が143,000ドルであり、計375,000ドルである。

過当取引による他の損害143,000ドルのうち、商品口座における純損失が、78,000ドルである。商品取引は証券の過当取引に関連した欺罔行為であり、原告が被った商品取引の損失は手数料および金利以外に、78,000ドルの賠償が認められる。

そして、証券口座から商品口座に資金が流用されたことに起因する配当収入の損失が、65,000ドル。さらに、コロニアル株およびアイテック株に係る損害が64,250ドルである。

なお、1964年4月1日から1968年3月28日の間において、232,000ドルに7%の利息<sup>(15)</sup>を認める。

## 5 控訴審判決

控訴人 Hecht 夫人は、証券および商品先物取引の売買確認伝票および月次報告書を受取っている。また、Wilder は平日のほぼ毎朝、電話で連絡をとり、少なくとも週に一度は控訴人の自宅を訪問している。

しかし、本件では、①6年10ヵ月の間に、10,000回以上の取引が行われ、総額1億ドルの売買が行われた。②控訴人はこれら取引において、189,000ドルの手数料およびマークアップ、および43,000ドルの金利を支払っている。③当該数字は、Harris Upham 社の San Francisco 支店における全収入の4.7%に相当する<sup>(16)</sup>。

1934年証券取引所法を立法化した、連邦議会の主たる意図は、「高度に洗練された投資技術を有する領域において、投資家を保護すること」にある。そのため、連邦裁判所は当該損害に対する救済を与える責務がある。また、適合性原則に関し、ブローカーによる投資の推奨が顧客にとり合理的な理由を有していない場合、損害賠償が認められる。これら理由から、本裁判所は地裁判決を支持するものである<sup>(17)</sup>。

しかし、損害賠償額は減額される。連邦地裁は439,520ドルの損害賠償を認めている。過当取引による損害の内訳は、手数料および金利が232,000ドル、過当取引による他の損害は143,000ドルであり、計375,000ドルである。過当取引による他の損害143,000ドルのうち、商品口座による純損失が、78,000ドルであり、証券口座から商品口座に資金が流用されたことに起因する配当収入の損失が、65,000ドルとなっている。

これらの損害賠償を認めた連邦地裁の理由は、「Hecht 夫人を商品先物取引に誘い込ませる、という Wilder の目的が、手数料を稼ぎだす、さらなる機会を生み出すためだけのものであり、商品取引は証券口座の資金を過当に回転させるための単なる策略である」というものである。<sup>(18)</sup>

しかし、本裁判所は「商品口座の価値の下落および配当収入の損失が過当取引により引き起こされた」と結論づけることには異議がある。もし商品口座における価値の下落が手数料額を超えて生じているならば、取引回数ではなく、取引の不適切なりスク選択に起因するものである。配当収入に関する損失を被ったのであれば、それは過度な取引によるものではなく、Hecht 夫人が商品取引をしたことに起因する。

それ故、連邦地裁が認めた439,520ドルの損害賠償のうち、143,000ドルを減額されなければならない。そこで、控訴人には、計296,520ドルの損害賠償および当該利息7%が認められる。<sup>(19)</sup>

## 6 Hecht 判決の意義

Hecht 判決は、原告が長年の投資経験を有しながら、連邦裁判所が過当取引を原因として、連邦証券法に基づく損害賠償請求を認容した先駆的事例である。そして、過当取引の各要件に対する認定要素との関係を具体的に示している。

第一に、口座の支配要件に関し、連邦裁判所は、「口座支配とは、売買一任勘定契約が締結されている場合に限定されない。純朴 (naive) であり、洗練された (sophisticate) 投資技術を有していない顧客が、ブロー

## 過当取引の民事責任（一）

カーの推奨および助言指導に常に依存しているのであれば、口座支配を推認することができる」と指摘する。このように、本判決は、非売買一任勘定取引における事実上の口座支配概念を肯定している。

また、口座支配要件の認定要素について、連邦裁判所は、「原告は長年の投資経験を有し、売買確認伝票および月次報告書から、支払った手数料を知ってはいた。しかし、取引の頻繁さおよび取引量が『過度』であるかどうかを判断できるほどの十分な知識はなかった」と判断している。そして、「被告担当ブローカーは、洗練された投資技術を有しない原告を、証券取引だけでなく、頻繁な商品取引に誘引し、6年10ヵ月間にわたり、率先してかつ継続的に売買取引を行った。原告は当該ブローカーを信頼し、取引の数量および頻度の決定を任せ、ブローカーの投資運用に係る推奨に日常的に黙従していた」ことから、ブローカーによる口座支配を認定している。

すなわち、被告担当ブローカーは原告からの「顕著な信頼」を濫用し、原告は取引数量、銘柄、売買の別などに関する「ブローカーの推奨および助言指導に常に従い」、現実にはブローカーが取引を主導していたのであれば、口座支配要件が推認できるとした。

1940年代および1950年代のSEC審決においては、過当取引の認定に関し、「投資経験および知識が欠如している」という投資家の属性を極めて重視していたが、本件判決では原告が長年の投資経験を有する者でありながら、過当取引を原因とする損害賠償請求が認容されていることは、注視すべきである。

ただし、原告は長年にわたり投資をしてはいるが、洗練された投資技術を有してはおらず、ブローカーの推奨に「日常的に黙従」し、ブローカーを「顕著に信頼」し、その信頼関係をブローカーが濫用したことから、口座支配性要件が認定されたといえる。当該認定基準は、その後の判例において多く引用されている。

しかし、Tiernan 判決<sup>(20)</sup>および Marshak 判決<sup>(21)</sup>などは、「顧客がブローカ

一の投資判断および推奨に日常的に黙従していたとしても、投資経験および知識を有しているのであれば、ブローカーが顧客の口座を支配していたことにはならない」と述べる。すなわち、顧客の投資経験を重視することにより、顧客がブローカーの推奨に日常的に黙従し、ブローカーを顕著に信頼していたことは、必ずしも口座支配要件の認定要素とはならないと説示する。

Tiernan 判決および Marshak 判決に対しては、批判も多い。投資経験および知識を有する顧客であっても、時間的制約および金融商品の多様化および複雑化など、様々な理由から、ブローカーに口座運用を実質的に委託することもある。当該状況下において、ブローカーが顧客との信頼関係を濫用し、投資目的に反する頻繁な売買取引を行ったとしても、Tiernan 判決および Marshak 判決基準によれば、ブローカーは過当取引による民事責任を負うことはない。

そこで、投資知識の水準（程度）が問題となる。顧客がブローカーによる口座運用を監視し、ブローカーの推奨を理解したうえで、ブローカーの投資選択に関する最終的な判断力を有し、かつその判断がブローカーから求められる状況にあったかが、口座支配の認定に関し重視されなければならないであろう。<sup>(22)</sup>

被告担当ブローカーは原告の自宅を訪れた際に、売買確認伝票および月次報告書を持ちかえていたため、原告はこれら書類を丹念に検討することはできなかった。当該ブローカーは原告口座に関する概略表を作成したが、それには取引総額、利益、全利益、口座の増加価値、増加価値という項目だけであり、最後の概略表には、「依然として元々の資金よりも増えている」と記載している。これらは、原告が取引内容、損益状況および投資リスクに関する正確な情報および認識を得ることを妨げるものであるといえる。

第二に、取引の過度性に関し、連邦裁判所は売買回数、売買回転率、顧客が支払った手数料額、手数料率、証券の購入から売却までの保有期

## 過当取引の民事責任（一）

間の短さ、顧客の投資額と被告証券会社の利益との比較などにより、当該要件を認定している。とりわけ、第九巡回区裁判所は、個人投資家である原告が支払った手数料および金利の合計額は、被告証券会社の San Francisco 支店における全収入の4.7%に相当することを、重視している。

Hecht 判決は、過当取引が連邦証券法違反となる根拠を必ずしも明確にはしていない。しかし、過当取引の要件に対する認定要素との関係を指摘し、その後の裁判に影響を与えた。そして、Hecht 判決を契機として、過当取引を原因とする民事訴訟は増加していった。

- (1) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417 (N. D. Cal. 1968), *modified on other grounds*, 430 F. 2d 1202 (9th Cir. 1970).
- (2) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417, 423-426 (N. D. Cal. 1968).
- (3) 店頭市場におけるブローカー・ディーラーの収入は、証券を市場価格よりも高く顧客に売りつけることから得られる。この市場価格との差額を「マークアップ」という。市場価格は証券の仕入原価であったり、公表された売り気配値であったりする。
- (4) *supra* note 2, 283 F. Supp. 417, 426-428.
- (5) ポーカーでは白・赤・青のチップが使われるが、そのうち青チップが最も価値が高い。そのため、「ブルーチップ株」とは、各業界のトップ企業銘柄であり、ダウ工業株30種を指して用いられることも多い。
- (6) *supra* note 2, 283 F. Supp. 417, 428.
- (7) *Id.*, at 431-433.
- (8) *Id.*, at 433.
- (9) *Id.*, at 434-435.
- (10) *Id.*, at 436.
- (11) *Ibid.*
- (12) *Id.*, at 437.
- (13) *Id.*, at 442.
- (14) *Id.*, at 443.
- (15) *Id.*, at 439-441, 443-445.
- (16) Hecht v. Harris, Upham & Co., 430 F. 2d 1202, 1205-1206 (9th Cir. 1970).

- (17) *Id.*, at 1206-1211.
- (18) *supra* note 2, 283 F. Supp. 417, 437.
- (19) *supra* note 16, 430 F. 2d 1202, 1211-1212.
- (20) *Tiernan v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc.*, 719 F. 2d 1 (1st Cir. 1983).
- (21) *Marshak v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc.*, 413 F. Supp. 377 (1975).
- (22) *Dashjian, Overcoming Defenses to Churning Claims Under the Federal Securities Laws*, 20 S. R. L. J. B 362 (1993).

### 第三章 米国の判例にみる損害賠償額の算定

#### 第一節 損害賠償額の算定方式

過当取引の各要件が立証された場合に、損害を被った投資家は不法行為者たる証券業者に対し、補償的損害賠償を請求することができる。損害賠償の目的は、不法行為が全くなければ、投資家が有していたであろう経済状態により完璧に近づけることにある。

その場合に、投資家が本来、負担しなければならない投資リスクを、証券業者に転嫁することを避け、かつ投資家に棚ぼた的利益を付与することのないように賠償額を算定する必要がある。そのため、損害賠償額をいかに算定するかが問題となる。

過当取引に係る損害賠償額の算定方式は、1934年証券取引所法10条b項および同規則10b-5、1933年証券法17条a項という包括的詐欺禁止規定においては、当然ながら規定されていない。しかし、裁判所は判例を通じ、大別して三種類の算定方式を示してきた。

第一に、過当取引を行ったブローカーに支払った売買委託手数料などを顧客に返還する「準契約損害賠償方式 (quasi-contractual recovery)」。第二に、投資に係る全支出額から、最終的に取引口座に残存した証券を換金した額の差を返還する「差額損害賠償方式 (out-of-pocket recovery)」。第三に、過当取引が存在せず、投資家の口座が適切に運用管理されれば、どれくらいの価値を有することになったかを算定する「取引上

## 過当取引の民事責任（一）

の損失賠償方式（loss-of-bargain recovery）」である。当該方式は、口座価値の変動分を株式市場の指標となる株価指数（market rate index）に従い、全体的な市場の相場変動を配慮し、調整するものである。

米国の連邦証券諸法に係る民事訴訟では、裁判所は証券業者側の賠償責任を「全か無か（all or nothing）」で判断している。過当取引を原因とする損害賠償請求訴訟においても、証券業者側が責任を負うのかどうかの有無を明確にし、証券業者が責任を負うと判断された場合には、顧客が被った損害を賠償額としている。それ故、証券業者が責任を負うと判断された場合には、過当取引により、投資家が被った損害額を上述した三方式のいずれかにより算定し、過失相殺として減額されることなく、賠償額として投資家に補償される。

過当取引に係る民事責任としては補償的損害賠償以外に、不法行為を行った証券業者に課される「懲罰的損害賠償」が考えられる。最近の判例においては、懲罰的損害賠償の適用が拡大し、その算定額が補償的損害賠償額の数倍から、時には数十倍となっている事例もある。その結果、投資家が被った実際の損害を遥かに超えて賠償を受けることになる。懲罰的損害賠償は、過当取引を行ったブローカー個人ではなく、支払能力のある証券会社に対し、支配者責任として課されている事例が多い。そこで、次節以降において損害賠償額の各算定方式の内容および懲罰的損害賠償について概観する。

## 第二節 各算定方式の概要

### 1 準契約損害賠償方式

#### (1) 手数料および利息の賠償

「準契約損害賠償方式（quasi-contractual recovery）」とは、被害者たる投資家が、証券業者から、証券取引により支払った売買委託手数料および信用取引における信用供与に係る金利（利息）を損害賠償額として取り戻す方式である。過当取引は、顧客の投資目的および利益を無視ま

たは配慮せず、ブローカーが手数料を稼ぎ出すことを目的とした不法行為である。そこで、当該算定方式はブローカーの不当な稼ぎに焦点を当て、その利益を剥奪することを目的としている。<sup>(1)</sup>

準契約損害賠償方式は、他の算定方式よりも損害賠償額の計算が容易であることから、1980年代の初頭までは、過当取引に対する最も一般的な損害賠償額の算定方式であった。このことは証券の過当取引事例だけでなく、商品先物の過当取引事例に関しても、同様の傾向が見られる。<sup>(2)</sup> 準契約損害賠償方式に基づき、支払った手数料および信用供与に係る金利が投資家に返還された事例として、以下のものがある。

まず、Newkirk 判決 (1965)<sup>(3)</sup> において、「損害賠償は、原告がブローカーに支払った手数料に限定されるべきである」と裁判所は判示した。その理由として、「当該手数料額が、被告ブローカーにより直接的に引き起こされた損害の唯一のものである」と述べている。そして、被告は口座運用に係る損失から利益を得ているわけではない。原告が有する口座の市場価値の下落を補償する損害賠償は、ブローカーに対し懲罰的であるとして、その主張を退けた。

また、Hecht 判決 (1970) は、老齢の未亡人である原告が被告証券会社の担当者の勧めにより、証券取引および商品先物取引を行った事例である。連邦地方裁判所は、「顧客はブローカーにより、手数料を稼ぎ出すためだけに、取引に引き込まれた。口座の市場価値の下落分の取引上の損失は、直接的に過当取引から生じたものである」として、ブローカーの過当取引に起因する口座元本の損失額および配当収入の損失額に加え、支払った手数料および金利を取り戻すことができる<sup>(4)</sup>とした。

しかし、第九巡回区裁判所は、地裁判決の損害賠償に関する判断を否定し、それを損害賠償をブローカーに支った手数料および金利並びに特定の株式銘柄に関する不正取引のために、原告に支出させた資金に限定した。そして、「もし商品先物取引の口座における価値の下落が手数料額を超えて生じているならば、取引回数ではなく、不適切なりスク選択に

## 過当取引の民事責任（一）

起因するものである。配当収入に関する損失を被ったのであれば、それは過度な取引によるものではなく、Hecht 夫人が商品取引をしたことに起因する。原告は取引を詳述している株式売買確認証を受け取ったが、取引された株式の適合性については、異議を唱えなかった」という理由を示した。

Hecht 判決における第九巡回区裁判所の見解は、「口座の市場価値の下落は、取引頻度に起因するものではなく、投資が有するリスクに関する不適切な選択のために生じたものである。ブローカーにより購入された証券が、顧客の投資目的および利益にとり適切である場合、または顧客が当該証券の不適切性を主張しなかった場合、過当取引の損害賠償額の算定は準契約方式に基づく<sup>(5)</sup>」というものである。Hecht 判決における第九巡回区裁判所の見解は、つぎに述べる Costello 判決をはじめ、多くの判例において反映されている。

Costello 判決は、被告ブローカーが証券の売買に関し不実表示および重要事実の開示を行わず、手数料を得る目的で原告の勘定で過当取引を行ったとして、投資家たる原告が損害賠償を求める訴えを提起した事例である。本件において陪審は、不実表示または重要事実の不開示は1978年1月から4月の間になされ、また過当取引については1977年3月から7月にかけて行われた」とし、過当取引と不実表示の両方の損害賠償を<sup>(6)</sup>97,000ドルと算定した。

しかし、連邦地方裁判所は過当取引の損害が42,500ドルであり、不実表示の損害が11,000ドルと算定し、賠償額を53,500ドルに減額した。その算定方法として、「過当取引がなされた5ヵ月間の手数料が11,500ドルであり、当該期間の口座価値の下落は31,000ドルである。過当取引に起因する損害賠償額は、原告が主張する過当取引以前の市場価値253,000ドルから、1977年11月18日に担当ブローカーが報告した市場価値222,000ドルを控除したものである」と示した。また、不実表示による損害額を、口座の市場価値の下落に基づき算出した訴えについては、証拠不十分と

して棄却した。

これに対し、第七巡回区裁判所は、「1977年3月から7月の5ヵ月間に行われた過当取引を原因として、支払われた手数料の総額だけが賠償される」とし、口座の市場価値の下落に基づき算出した損害賠償の訴えについては棄却した。その理由として、第七巡回区裁判所は次のように述べている。すなわち、

「取引上、被った損害は、単に証券の市場価値が下落したことではなく、実際に転売がなされて始めて現実化される。それ故、保有する証券を売却するまでは、それが買付時より下落しても元の価格に戻ったり、または元本より高くなる可能性があり、現在の損失を消去することもできる。そのため、損害額を『過当取引以前の口座の市場価値から、過当取引により下落した口座の市場価値を控除した額とすることは、『現実の損害』と『市場価値の損害』とを混同しているに過ぎない」

他方、手数料の返還に関しては、第七巡回区裁判所は、「当該手数料のなかには、過当取引に起因しないものも含まれるかもしれない。しかし、被告の不法行為により、損害額の正確な算定が困難もしくは不可能である場合、過当取引がなされた間に支払われた手数料は、その総額が賠償される」とした。

## (2) 資本利得税および州譲渡税等の返還

基本的な準契約損害賠償方式が、ブローカーに支払った売買委託手数料および信用供与に係る金利を投資家に返還するものであるのに対し、修正方式は手数料および利息に加え、支払うことを命じられた資本利得税 (capital gains tax)、および州譲渡税 (state transfer tax) の返還をも認めるものである。

Stevens 判決 (1968) は、証券取引の知識がほとんどない主婦がブローカーによる過当取引を原因として損害を被った事例である。本件において連邦地方裁判所は、「損害額の適切な算定は、ブローカーに支払った手数料、金利過当取引に起因し、支払うことを命じられた資本利得税およ

## 過当取引の民事責任（一）

び州譲渡税の総計によりなされる」と判示した。また、損害賠償を手数料、金利、資本利得税および州譲渡税に限定したことについて、当該裁判所は、「顧客の口座がブローカーにより、いかに節度をもって管理されたとしても、口座の価値は下落したかもしれないからである」と述べている。<sup>(7)</sup>

当該連邦地裁は、顧客が支払った資本利得税の総額を賠償する理論的根拠として、「過当取引がなされていないならば、証券の売付はなされなかったであろうし、かつ、当該売却に基づく税も支払われなかったであろう」と指摘している。過当取引により支払った州譲渡税もまた、同じ理論的根拠に基づき取り戻すことができるとしている。すなわち、裁判所は過当取引の結果、生じた口座価値の減少は、顧客が支払った手数料、金利資本利得税および州譲渡税をブローカーから返還されることにより補われるとした。

## 2 差額損害賠償方式

「差額損害賠償方式 (out-of-pocket recovery)」とは、ブローカーが顧客の口座を管理し、取引を始めた時の口座の市場価値と、過当取引が立証され、ブローカーが口座を扱うことを終えた時の市場価値との差額を賠償する方式である。すなわち、口座の市場価値の減少を賠償するものである。ただし、過当取引がなされた間に、顧客が口座に入金をしたり、または引き出ししたりした場合には調整がなされる。<sup>(8)</sup>

この場合、口座の元々の価値は、過当取引が開始された時における口座に含まれる証券の市場価値の総額である。他方、過当取引が発見された時における口座の価値は、当該口座における証券の市場価値の総額か、過当取引を知り当該口座を閉じた後に、顧客に返還された証券を換金した場合の現金総額のいずれかである。<sup>(9)</sup>

当該算定方法は、Twomey 判決 (1968) において明確に示されている。すなわち、①証券がブローカーに預託された時の、証券の市場価値

を算定する。②顧客が当該口座から引き出した金額を差し引く。③ブローカーが顧客に引き渡した口座の市場価値を計算する。そして、④顧客に当初の価値との差額を賠償する。<sup>(10)</sup>

準契約損害賠償方式はブローカーが獲得した利益に焦点を当てているのに対し、差額損害賠償方式は、顧客が被った損失に焦点を当てている点<sup>(11)</sup>が異なる。すなわち、差額損害賠償方式は支払経費を含む総投資額から顧客に返還された金銭との差額を損害賠償額とする。そして、支払経費に加え、支払経費を除いた証券の売買差額である「運用損（実損）」を補償している。そのため、顧客口座の市場価値の下落分を補償する、という点において、準契約損害賠償方式よりも優れている。

差額損害賠償方式を適用する場合、被告ブローカーが原告勘定により購入した証券の適合性が問題となる。適合性の原則違反を伴う過当取引を原因とする損害賠償額は、顧客が支払った手数料および金利などの支払経費に限定されるのではなく、不適切な証券の購入により被った全取引損害を対象とする。

しかし、当該方式によれば、實際上、原告は不適切な証券購入により引き起こされた取引上の損害だけではなく、過当取引の間における口座価値の全下落分<sup>(12)</sup>が賠償されることになる。そのため、当該算定方法は、「ブローカーが選択した証券および取引は、どれも適切ではない」という結果を想定している<sup>(13)</sup>。そこで、つぎに差額損害賠償方式に基づく判例について、概観する。

Clark 判決（1978）において、第二巡回区裁判所は、「証券が下落傾向にある市場の底値で売却されたとしても、原告は被った取引上の損失を全額、賠償される」とした原判決を支持した。<sup>(14)</sup>そして、「市場が全般的に下落していることから、それを反映して損害賠償額は減額されるべきである」という被告の主張を退けた。原告はブローカーによる不適切な証券の購入により、損害を被ったが、下落傾向にある市場の底値で証券を売却していたとすれば、原告の投資目的に適した証券取引に基づく場合

## 過当取引の民事責任（一）

できども、経済的損害を被ったであろう。すなわち、裁判所は原告に対し、取引に係る全損失を補償し、かつ相場状況および市場の現実を無視することにより、下落している市場における投資リスクを免れることを認め<sup>(15)</sup>た結果となった。

同様に、Lehman 判決（1976）においても、裁判所は「手数料および利息に加え、顧客が有していた最初の口座価値と、顧客が最終的にブローカー会社から受け取った口座価値との差額が賠償される」として、差額損害賠償方式を採用<sup>(16)</sup>している。

### 3 取引上の損失賠償方式

「取引上の損失賠償方式 (loss-of-bargain recovery)」とは、過当取引がなされずに、投資家の口座が適切に運用管理されたならば、どれくらいの価値を有することになったかを算定<sup>(17)</sup>する方式である。過当取引前と過当取引後における口座価値の差額である「総経済損失」を賠償額とするのではなく、ダウ・ジョーンズ指数および S & P 500 などの市場指数に基づき<sup>(18)</sup>、市場が下落傾向にあれば、賠償額を減額する。すなわち、取引上の損失賠償方式は、市場（株価）指数により賠償額を調整することにより、差額損害賠償方式を精製したものである。しかし、取引上の損失賠償方式は判例上、つぎのような変遷をたどった。

#### (1) 「差額を株価指数により調整する」方式

Rolf 判決は、取引上の損失賠償方式に関する先駆的事例である。同事件における事実の概要はつぎの通りである。原告 Rolf は、1969年5月9日時点の価値が1,423,000ドルである口座（ポートフォリオ）を有していた。しかし、投資アドバイザー Yamada が不適切な証券を購入し、過当取引を行ったために、1970年3月29日時点では、口座の価値は446,000ドルにまで下落していた。そこで、Yamada に取引上の指示を出し、かつ監督すべき立場にあったブローカー Scott とブローカー会社 BEDCO に対し、原告 Rolf 1934年証券取引所法10条 b 項および同規則 10b-5 に

基づく訴えを提起した。なお、口座を実際に管理していた Yamada は、法廷での証言を約束した見返りに、訴えが取り下げられた。

原告は本件において、被告が詐欺の幫助および教唆をしたとして、口座価値の下落分の賠償、全手数料の返還、利息および懲罰的損害賠償を求めた。これに対し、連邦地方裁判所は、全手数料の返還だけを認め、口座価値の下落分の賠償に関しては、「口座価値の下落分を賠償額とする算定は、あまりにも思惑的 (speculative) である」と判示した (Rolf 判決 I)<sup>(19)</sup>。

しかし、1978年に第二巡回区裁判所は、<sup>(20)</sup> 過当取引における損害賠償額の算定に関しては、「取引上の損失賠償方式」が最適であると述べ、取引上の純損失を算定するため、つぎの指針を示した (以下、Rolf 判決 II とする)<sup>(21)</sup>。そして、本件を連邦地方裁判所に差し戻した (Rolf 判決 III)<sup>(21)</sup>。

すなわち、①過当取引が開始された日における、顧客が有する口座 (ポートフォリオ) の市場価値を計算する。②過当取引の開始時の口座の市場価値から、過当取引終了時の口座の価値を差し引く。なお、この額を『総経済損失』と呼ぶ。③市場指数に基づき、全体的な株式市場の下落分を、総経済損失から差し引く。

第二巡回区裁判所は、「原告の口座は詐欺的行為、すなわち、過当取引がなかったとしても、市場が下落傾向にあったため、その価値を下げていた」として、株価指数に基づく平均的下落分を総経済損失から控除し<sup>(22)</sup>ている。

なお、原告は全手数料および金利の返還を受ける権利があったとしたが、これについては、裁判所による十分な理由は示しては<sup>(23)</sup>ない。

ある論者は、当該方式の算定方法を単純なモデルに基づき示している。過当取引が始まった時、顧客 X の口座 (ポートフォリオ) は 200,000 ドルの市場価値を有していた。しかし、過当取引が終わる時には 100,000 ドルにまで下落していた。また、X が 25,000 ドルの手数料および 10,000 ドルの金利を支払い、かつ、この期間に X は個人的使用のために 10,000

## 過当取引の民事責任（一）

ルを口座から引き出した。適切な市場指数によれば、全体的に過当取引の期間に10%の下落をしたことを示している。この場合、Xは125,000ドルの損害賠償が認められる。すなわち、 $200,000\text{ドル} - 100,000\text{ドル} - ((200,000\text{ドル} - 100,000\text{ドル}) \times 10\%) + 25,000\text{ドル}(\text{手数料}) + 10,000\text{ドル}(\text{金利}) = 125,000\text{ドル}$ 。

### (2) 「証券の配当を加算する」方式

1978年の Rolf 判決IIにおける損害賠償額の算定方式は、第五巡回区裁判所の Mily 判決 (1981) に影響を与えた。<sup>(24)</sup>そして、同巡回区裁判所は、賠償額の算定に関し、基本的に当該方式を採用している。Mily 判決では、原告が支払った手数料と口座（ポートフォリオ）の市場価値の下落分の損害を賠償している。その理由として、第五巡回区裁判所は「損害賠償に関するこれらの二つの構成要素はお互いに独立しており、原告に二重の回復をもたらすことにはならない。犠牲となった投資家を完全に救済するためには、両方の損害を補償することが必要である」と述べている。すなわち、このアプローチは「不法行為がなければ、顧客の手数はより少なく、かつ口座（ポートフォリオ）はより大きな価値を有していたであろう」という前提に立っている。

しかし、Mily 判決は1978年の Rolf 判決IIにみる算定方式を次のように修正している。①口座（ポートフォリオ）の元々の市場価値、およびそれに含まれる証券から生ずる配当額を決定する。②原告が当該口座から引出した額を控除する。③原告の口座の最終的な価値を差し引く。④過当取引がなされていた期間のダウ・ジョーンズ指数またはS & P指数に基づき平均的な市場下落分だけ減額する。⑤これに、支払われた手数料および金利<sup>(25)</sup>が加算される。

具体的にはつぎの計算が行われる。過当取引が始まった時、顧客Xの口座（ポートフォリオ）は200,000ドルの市場価値を有していた。過当取引が行われていた間では、本来的に、この口座（ポートフォリオ）は15,000

ドルの配当を生じた。しかし、過当取引が終わる時には100,000ドルにまで下落した。また、Xが25,000ドルの手数料、10,000ドルの金利を支払い、かつ、この期間にXは個人的使用のために、口座から10,000ドルを引き出した。適切な株価指数は、全体的に過当取引の期間に10%の下落をしたことを示している。この場合、賠償額は128,000ドルとなる。すなわち、 $(200,000 \text{ドル} + 15,000 \text{ドル}) - 10,000 \text{ドル}$  (口座からの現金引出し)  $- 100,000 \text{ドル} - (215,000 \text{ドル} \times 10\%) + 25,000 \text{ドル}$  (手数料)  $+ 10,000 \text{ドル}$  (金利) = 128,000ドル。<sup>(26)</sup>

Mily 判決および1978年の Rolf 判決IIにおける算定方式は、差額損害賠償方式に基づき算出した総経済損失を、株価指数により調整するまでは同一である。しかし、Mily 判決においては、「元々の口座（ポートフォリオ）に含まれる証券から、原告が受領した配当は、当該口座（ポートフォリオ）の価値に加算される」とし、配当の要素を勘案している。また、原告が当該口座から引出した額を、賠償額から控除している点にも特徴がある。

### (3) 「元々の価値を株価指数により調整する」方式

第二巡回区裁判所は、1978年の Rolf 判決IIにおいて賠償額の算定方法を示した上で、連邦地方裁判所に差し戻した。しかし、原告は「地方裁判所による株価指数の選択には問題がある」として上訴した。他方、被告もまた、「地方裁判所は、過当取引がなされていたとされる間に、原告が口座から引き出した現金を控除しないのは問題である」と主張した。

これに対し、第二巡回区裁判所は、被告の主張を受け入れるとともに、「Rolf 判決IIにおける算定方法は、口座（ポートフォリオ）の元々の価値ではなく、総経済損失から株価指数に基づく市場の下落分を減額しており、原告の損害を過大に評価している」として、損害額の算定方法を修正した（以下、Rolf 判決IVとする）。<sup>(27)</sup>そして、つぎのような指針を示し、<sup>(28)</sup>再度、地方裁判所に差し戻した。すなわち、

## 過当取引の民事責任（一）

①過当取引が始まった日における、顧客が有する口座（ポートフォリオ）の市場価値を計算する。②過当取引が始まった日における口座の価値を、適切な株価指数の変動率により調整する。③過当取引が終了した時における口座の価値を、②において算出した額から差し引く。④原告が個人的利用のために、過当取引の間に口座から引き出した現金または証券の額は、賠償額から控除される。前述した具体的モデルを当該方式に基づき算定すれば、賠償額は、 $200,000\text{ドル} - (200,000\text{ドル} \times 10\%) - 100,000\text{ドル} - 10,000\text{ドル}(\text{口座からの引出し}) + 25,000\text{ドル}(\text{手数料}) + 10,000\text{ドル}(\text{金利}) = 105,000\text{ドル}$ となる。<sup>(29)</sup>

裁判所は、「過当取引がなかったとしても、市場の相場変動は、原告の口座（ポートフォリオ）の全価値に影響した」として、過当取引が始まった日における口座の価値から、株価指数に基づき、市場の下落分を減額した。また、手数料および金利の返還は同様に認めている。<sup>(30)</sup>

なお、本件では、相場が下落傾向にある市場を対象としている。反対に、証券市場が騰貴傾向にある場合は、過当取引が始まった日における口座（ポートフォリオ）の価値を調整する段階で、過当取引の間における株価指数の平均上昇分が、加算されることになる。<sup>(31)</sup>

(1) O'Hara, *The Elusive Concept of Control in Churning Claims Under Federal Securities and Commodities Law*, 75 Geo. L. J. 1875, 1896 (1987).

(2) Dashjian, *Overcoming Defenses to Churning Claims Under the Federal Securities Laws*, 20 S. R. L. J. 362, 379 (1993).

当該方式は、証券および商品両市場における過当取引事例において、依然として頻繁に用いられている。例えば, Hecht v. Harris, Upham & Co., 430 F. 2d 1202 (1970); Carras v. Burns, 516 F. 2d 251 (1975); Kravitz v. Pressman, Frohlich & Frost, Inc., 447 F. Supp. 203 (1978); Mihara v. Dean Witter & Co., 619 F. 2d 814 (1980); Zaretsky v. E. F. Hutton & Co., 509 F. Supp. 68 (1981); Lehman v. Madda Trading Co., Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶22,417 (1984).

(3) Newkirk v. Hayden, Stone & Co., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶291,621 (1965)

(4) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417 (1968).

- (5) Hecht v. Harris, Upham & Co., 430 F. 2d 1202 (1970).
- (6) Costello v. Oppenheimer & Co., Inc., 711 F. 2d 1364 (1983).
- (7) Stevens v. Abbott, Proctor & Paine, 288 F. Supp. 836 (1968).
- (8) Dashjian, *supra* note 2, at 378.
- (9) Note, *Measuring Damages in Suitability and Churning Actions Under Rule 10b-5*, 25 Boston C. L. Rev. 839, 845 (1984).
- (10) Twomey v. Mitchum, Jones & Templeton, Inc., 262 Cal. App. 2d 690, 69 Cal. Rptr. 222 (1968). なお、当該判例は、O'Hara, *supra* note 1, at 1897, および Brodsky, *Measuring Damages in Churning and Suitability Cases*, 6 S. R. L. J. 157, 161-162 (1978) を引用する。
- (11) Comments, *Churning and the Death of Low Risk Larceny: Calculating Damages to Redress the Churning Client's Loss in Portfolio Value*, 21 Calif. Wes. L. Rev. 149, 162 (1984).
- (12) Note, *supra* note 9, (Boston C. L. Rev. 1984), at 845. すなわち、当該モデルでは、過当取引がなされる以前における顧客が有した口座価値に戻すのである。
- (13) Note, *Churning by Securities Dealers*, 80 Harv. L. Rev. 869, 884 (1967).
- (14) Clark v. Jhon Lamula Investors, Inc., 583 F. 2d 594 (1978).
- (15) Note, *supra* note 9, (Boston C. L. Rev. 1984), at 847.
- (16) Lehman v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., N. Y. L. J., Feb. 24, 1976, pp. 7-8 (Sup. Ct. N. Y. County, Feb. 23, 1976). なお、当該判例は、Brodsky, *supra* note 13, at 163 を引用する。
- (17) Dashjian, *supra* note 2, at 378. Note, *supra* note 12, (Harv. L. Rev. 1967) at 883.
- (18) S & P 500 は、500銘柄の株式から構成されている株価指数である。機関投資家の株式ポートフォリオの構成内容に近く、ポートフォリオのリスクヘッジを行う上で、最も都合のよい銘柄数と分散を有しているとされる。また、それは株式市場の指数の役割を果たしている。米国では、一般にダウ工業株30種平均株価を市場動向指標として重視する傾向がある。しかし、ダウ平均は採用銘柄がわずか30種類であり、優良銘柄である、いわゆるブルーチップスに片寄りすぎているきらいがある。そのため、ジャーナリストィックな観点からは、ダウ平均の騰落に話題が集まるとしても、投資家の資産運用の立場では、S & P 500の方が利用価値は高い(杉江雅彦「株式先物取引の構造」インベストメント39巻5号 No. 237, 2頁, 12-13頁)。
- (19) Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., 424 F. Supp. 1021 (1977).
- (20) Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., 570 F. 2d 38 (1978).

## 取引の民事責任（一）

- (21) Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶96,919 (1979).
- (22) Note, *supra* note 9, (Boston C. L. Rev. 1984), at 850.
- (23) 別の不法行為者との和解において原告が受け取った金額が、当該方式により算定された損害賠償額から控除される (570 F.2d at 49-50).
- (24) Mily v. Oppenheimer, 637 F.2d 318 (1981). 裁判所は、「過当取引が行われなければ、投資家の口座（ポートフォリオ）がどれくらいの価値を有していたかを算定することが必要である」と判示した。
- (25) 前掲注(22)で示したモデルに、配当の条件を加えることにより、Mily方式に基づき賠償額を算定する (Note, *supra* note 9, (Boston C. L. Rev. 1984), at 855-856)。
- (26) Dashjian, *supra* note 2, at 383.
- (27) Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., 637 F.2d 77 (1980).
- (28) Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co., Inc., Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶98,201 (1981).
- (29) Note, *supra* note 9, (Boston C.L. Rev. 1984), at 853.
- (30) Comments, *supra* note 10, (Calif. Wes. L. Rev. 1984), at 164-171  
は、再度の差戻し審における損害賠償の算定方式を、つぎのように詳細に解説している。

### （第一段階）

ブローカーが初めて顧客の口座を支配し、過当取引を行った時を決定する。他方、ポートフォリオの市場価値を算定するため、裁判所は、ポートフォリオにおける各々の証券の保有数に、詐欺的行為が始まった日における証券の単価を掛け、当該金額を合計する。この計算により生じた数字は、過当取引が始まった日における市場価値である。

### （第二段階）

ポートフォリオの価値を調整するために、適切な市場指数を選択する。選択された株価指数が、顧客の株式に密接に関連した株式の市場変動を算定するのであれば、損害賠償は思惑的なものではなくなる。また、購入された株式が、顧客の投資目的および投資利益に対し適切であるかどうかを調べる必要はない。なぜならば、もし当該購入が適切であれば、指数の変動は正常な市場状況のもとではポートフォリオの価値が損なわれることとなったであろう市場変動に一致するからである。それ故、顧客は過当取引に起因しないポートフォリオの損失に対する損害賠償を取り戻すことはない。

### （第三段階）

過当取引の最後の日における顧客のポートフォリオの価値を決定し、そ

れを第二段階で算出した額から差し引く。最終的な市場価値は、ブローカーが過当取引を止めた時における、ポートフォリオに含まれる株式すべての金銭的価値である。そのため裁判所は、ブローカーによる過当取引の終了時を決定する必要がある。最終的な市場価値は、ブローカーが過当売買を止めた時における、ポートフォリオに含まれる株式すべての金銭的価値である。

(第四段階)

過当取引の間において、ブローカーに支払った全手数料を返還する。ここでは、準契約損害賠償方式も完全な回復への一要素となる。

(第五段階)

過当取引が始まった日から現在までの利子を計算する。

そこで、これら各段階を具体的な過当取引事例に当てはめれば、つぎのようになる。顧客Xは20××年7月1日に、証券ブローカーYに対しA, B, CおよびDの証券を含むポートフォリオを預ける。Xは各証券につき100株を所有し、それらは1株当たり9.00ドルの価値があった。Yは翌年1月1日まで、Xの口座を通じ過当取引を行った。Xが中止命令をした時、XのポートフォリオにはE, F, GおよびHの証券が含まれていた。Xは各証券を75株ずつ所有し、それらは1株当たり7.00ドルの価値であった。また、過当取引の間に、Xは1,000ドルの手数を支払っていた。裁判所は、Xのポートフォリオの価値を調整するために、S & P低位株指数を選択した。当該指数は過当取引の間に、「4%の上昇」を示している。また、裁判所は利息を年10%とした。

第一段階：過当取引が始まった日におけるポートフォリオの価値の算定。

[証券の銘柄数(4)×保有数(100)×1株当たりの単価(9.00ドル)]

\$ 3,600.00

第二段階：過当取引が始まった日におけるポートフォリオの価値を、適切な株価指数の変動率により調整する。

[3,600ドル×4%+3,600ドル]

3,744.00ドル

第三段階：過当取引が終わった日におけるポートフォリオの価値を、控除する。

[3,744ドル-(証券の銘柄総数(4)×保有数(75)×1株当たりの単価(7.00ドル)]

1,644.00ドル

第四段階：第一から第三段階の総額に、顧客がブローカーに支払った手数料をすべて加算する。

[1,644ドル+1,000ドル]

\$ 2,644.00

第五段階：過当売買が始まった日から現在まで、算定された年率10%の利子を加える。

## 過当取引の民事責任（一）

$[(2,644 \text{ドル} \times 10\% \times 6 \text{ヵ月}) = 132.20 \text{ドル} + 2,644 \text{ドル}]$

2,776.20ドル

損害賠償

合計計2,776.20ドル

(31) Warren H. Hyman, *Churning in Securities: Full Compensation for the Investor*, 9 U. Day. L. Rev. 1,20(1983).

### 第三節 各算定方式の検討

第二節で概観した、米国の過当取引を原因とする民事訴訟において、判例上、示されてきた損害賠償額の算定方式に関し、各方式の長所および内在する問題点を指摘し、考察を行う。

#### 1 準契約損害賠償方式の検討

過当取引における賠償額の算定を、準契約損害賠償方式 (quasi-contractual recovery) に基づく場合、被害者たる投資家は、証券業者から、証券取引により支払った手数料および金利などの支払経費を取り戻すことができる。当該方式は、他の算定方式よりも計算が容易であることから、1981年くらいまでは、裁判所が最も多く採用していた。<sup>(1)</sup>

準契約損害賠償方式の問題点は、「適合性の原則に違反する不適切な取引に対してだけでなく、過当取引がなされた期間に、顧客がブローカーに支払った手数料が全額、返還されること」および「損害賠償を手数料および金利などの支払経費に限定すること」の是非である。そこでまず、損害賠償として手数料が全額、返還されることについて考察をする。

過当な一連の取引行為においては、各々の売買取引のうち、どれが適切なものか、不適切なものか、すなわち、支払った手数料のどの程度が過度であるかを区別するのは困難であり、必ずしも確立した基準が存在するわけではない。<sup>(2)</sup> それ故、通常、裁判所は取引を個別に勘案することなしに、顧客が過当取引の間に支払った全手数料の返還を証券業者に命じている。

例えば、Costello 判決において、連邦裁判所は、「当該手数料のなかに

は、適合性原則に合致した取引から生じたものも含まれる。しかし、被告による過当取引により損害の正確な算定が困難もしくは不可能である場合、過当取引がなされた間に支払われた手数料はその総額が賠償される<sup>(3)</sup>」と説示する。

手数料の総額を返還することは、原告に対し、部分的に過度な補償となることは否定できない。また、過当な取引へと結果的に誤って導いた事例において、手数料の全額を返還することは、公平ではないかもしれない<sup>(4)</sup>。しかし、過当取引は一連の広範な取引過程からなる違反行為である。被告による過当取引が手数料の実損額の算定を困難または不可能とした場合には、被告は部分的に過度ともいえる賠償に対する責任を負うべきであると思われる。

また、損害賠償を手数料および金利に限定している裁判所は、つぎのような見解を示してきた。すなわち、準契約損害賠償方式は、他の方式よりも計算が容易であり、差額損害賠償方式および契約上の損失賠償方式は、原告の損害を強調しすぎる<sup>(5)</sup>。これら損害賠償額の算定方式は不当に思惑的 (speculative) な計算に基づいており、<sup>(6)</sup> 適切に運用管理された口座でさえも証券取引による損失を被ることがある。さらに、被告は顧客の口座価値の下落から利益を獲得してはいない。それ故、支払経費以外に、口座の市場価値の下落から生じた市場損失 (market losses) に基づく損害賠償は懲罰的である。それに対し、手数料は証券業者の詐欺的行為により引き起こされた唯一の損害である<sup>(8)</sup>。

しかし、このような見解に対しては、以下の理由から批判がなされている。まず、損害賠償はブローカーが稼いだ利益に焦点を当てるのではなく、顧客がブローカーの不法行為により、どれくらいの損害を受けたかに注視すべきである<sup>(9)</sup>。また、ブローカーが顧客との信頼関係を濫用して、無思慮な投資選択および不適切な証券取引を行ったことにより、支払経費以外のさらなる損失を引き起こしている可能性がある。

すなわち、損害賠償は投資家の救済を完全に補償することを意図した

## 過当取引の民事責任（一）

ものであり、かつ、その被害は手数料よりも大きいといえる。<sup>(10)</sup>さらに、当該方式の誤りは、ブローカーが行った不適切な取引により引き起こされた損害を見落として<sup>(11)</sup>いる。

また、別の意見として、「ブローカーが受け取った手数料を返還するだけでよいならば、ブローカーは過当取引を今後も犯す可能性がある。それは、不法行為に対する抑止とはならない。準契約損害賠償方式は、過当取引により直接的に引き起こされた損害がどのようなものかという問題を曖昧にしている<sup>(12)</sup>」とするものもある。

準契約損害賠償方式はその適用が簡易であり、裁判所に損害賠償額の算定という難作業を課してはいない。しかし、原告の真の損害額を算定しているとは言い難い。不法行為の結果として、被告がいくら稼いだかに焦点を当てるのではなく、原告たる顧客の損害を中心に算定すべき<sup>(13)</sup>と思われる。前述したように、ブローカーが稼いだ手数料を返還するだけでよいならば、過当取引に対する抑止とはならない。

過当取引の違法性は、経済的合理性の根拠なく、証券業者が主導して、顧客の投資目的に反する頻繁な証券売買を繰り返し、多額の手数を稼ぐことにある。そして、過当取引は本質的に、顧客口座（ポートフォリオ）の価値を害するものである。取引上の損失は手数料と同じくらい、顧客にとり重大な損害であり、顧客はこれらの損失に対する補償を受け<sup>(14)</sup>る権利があると思われる。

## 2 差額損害賠償方式の検討

差額損害賠償方式（out-of-pocket recovery）は、被告が受け取った利益に基づくのではなく、原告たる顧客が被った経済的損失に焦点を当てている。それは支払経費を含む総投資額から顧客に返還された金銭との差額を損害賠償額とする。そして、支払経費に加え、支払経費を除いた証券の売買差額である「運用損（実損）」を補償している。そのため、顧客口座の市場価値の下落分を補償する、という点において、準契約損害

賠償方式よりも優れている。

差額損害賠償方式は、過当取引の前後における口座（ポートフォリオ）の市場価値の全差額分を顧客に返還する。その結果、適合性の原則に違反する、不適切な証券の購入により引き起こされた損失だけではなく、過当取引の間における原告の口座価値の全下落分を損害賠償の対象としている。<sup>(15)</sup>

過当取引は個々の取引行為が違法とされるのではなく、ブローカーが主導した一連の広範な過程における全取引行為が違法とされる。<sup>(16)</sup>それ故、差額損害賠償方式は「当該口座の取引のいずれもが、適切ではない」という仮説に基づいている。理論的には、各取引ごとの内容を調べ、かつブローカーが欺罔の意図をもって着手した取引に対し、ブローカーの責任を負わせることが、より正確な損害賠償であろう。というのは、なるほど原告は不適切な証券の売買により資産を減らしてはいる。しかし、下落傾向の市場で証券を売却すれば、原告の投資目的に適した証券であり、ブローカーが合理的根拠をもって適切に口座運用をしていたとしても、売買差損を生じることになる。そのために、当該算定方式は、原告の損害を過大に評価していることは否定できない。

差額損害賠償方式を採用する裁判所は、市場が下落傾向であったとしても、過当取引がなされた間の相場状況が無視することにより、下落傾向の市場における投資リスクを証券業者に転嫁している。それ故、差額損害賠償方式は被告を市場の保険業者とし、原告に棚ぼた的利益を認める結果となっている。すなわち、市場が下落傾向であれば、口座が適切にブローカーにより管理されたとしても、口座価値が下落する可能性は高く、その下落分を、原告に補償する結果となるからである。<sup>(17)</sup>

差額損害賠償方式に対するさらなる批判は、「原告の口座がその価値を下落させていない場合には、原告に全く回復をもたらさない」ということである。この状況下においては、原告は不適切な取引に手数料を支払ったとしても、全く賠償がなされないことになる。これを避けるために、

### 過当取引の民事責任（一）

原告が投資上の利益を得たかどうかにかかわらず、手数料などの支払経費に対する損害賠償はなされるべきである。<sup>(18)</sup>

このように、差額損害賠償方式は、被告が過当取引により獲得した利益ではなく、原告が被った損害に焦点を当てていることから、準契約損害賠償方式の欠点を補ってはいる。しかし、当該方式は、顧客口座（ポートフォリオ）の全損害を原告に賠償している。それ故、過当取引に起因しない損害に対しても補償する結果となっていることは否定できない。また、過当取引が行われても、顧客が有する口座の価値が過当取引以前と比較して同じか、少しでも上昇している場合には、全く補償がなされないことになる。過当取引は本来的に口座の価値を侵害するものであるならば、差額損害賠償方式では当該問題に対処することは不可能である。

### 3 取引上の損失賠償方式の検討

取引上の損失賠償方式（loss-of-bargain recovery）は、過当取引がなされずに、投資家の口座（ポートフォリオ）が適切に管理されれば、どれくらいの価値を有することになったかを算定するものである。単純に過当取引の前後における口座価値の差額である「総経済損失」を賠償額とするのではなく、ダウ・ジョーンズ指数または S & P 500 などの市場（株価）指数に基づき、全体的な市場下落分を減額要因とする。

取引上の損失賠償方式に対し、準契約損害賠償方式を採用している裁判所は、一般的につきのように批判する。<sup>(19)</sup> すなわち、準契約損害賠償方式以外の方式に基づく損害賠償は、懲罰的である。また、過当取引がなければ顧客の口座（ポートフォリオ）の価値がどのようになっていたかを算定するために、株価指数を用いることは思惑的である。ブローカーにより適切に管理および運用された口座でさえも、その価値が下落し、投資家は損害を被る可能性がある。

前述したように、原告は支払った手数料および借入利息などを超える大きな損害を受けている可能性もある。民事救済の理念が投資家の被害

をより完全に補償することであるならば、準契約損害賠償方式のみに基づくことは、不適切であるように思われる。その点、差額損害賠償方式は一步、前進している。

しかし、相場が下落傾向にある市場において証券を売却すれば、原告の投資目的に適した証券に基づいてさえも、投資上の損害を被る可能性がある。損害賠償額の算定における前提は、不法行為に起因しない価格形成上の要因を賠償額から排除することにある。それ故、差額損害賠償方式は原告が被った真の損害を過大に評価し、棚ぼた的利益を付与する結果になることは否定できない。これに対し、取引上の損失賠償方式は投資家が本来、負担しなければならない投資上のリスクを転嫁することなく、賠償を受けることになる。また、準契約損害賠償方式と比較して、その補償的機能に加え、不法行為に対する抑止的効果をより確実なものとする事ができる。

過当取引は相場の騰落にかかわらず、投資家の口座の市場価値を浸食する性質を有している。そのため、Nesbit 判決<sup>(20)</sup>および Davis 判決<sup>(21)</sup>のように、相場の騰貴により、原告のポートフォリオが投資利益を生じたとしても、過当取引がなく、適切に運用されておれば、手数料はより少なくて済み、投資利益はより多額であったかもしれない。当該状況下では、差額損害賠償方式は、投資家に損害を回復することはできない。しかし、取引上の損失賠償方式に基づけば、過当取引の間における株価指数の平均上昇分は補償され<sup>(22)</sup>、損害回復が可能である。これら理由から、取引上の損失賠償方式は、より適切なものであるとする意見が多い<sup>(23)</sup>。

しかし、第二巡回区裁判所が最初に示した、1978年の Rolf 判決IIは幾つかの問題点を残している。第一に、当該判決において採られた方式は、過当取引に起因しない市場本来の要因により引き起こされた全体的な相場の下落分を、差額損害賠償方式により算出した「総経済損失」から控除していることである。そのため、裁判所は原告に過度の補償をする結果となった<sup>(24)</sup>。相場の変動は原告の有する全ポートフォリオに作用するこ

## 過当取引の民事責任（一）

とから、過当取引が始まる日のポートフォリオの市場価値から全体的な相場下落分を差し引くべきであると言える<sup>(25)</sup>。また、顧客が過当取引の間に、自己の口座から現金および証券を引き出した場合は、その額を最終的な口座（ポートフォリオ）の市場価値を算定する上で控除すべきである。なぜならば、顧客の引出しによるポートフォリオの市場価値の下落は、被告の不法行為に起因するものではないからである。

当該欠点は、第二巡回区裁判所が下した1980年の Rolf 判決IVにおいて修正されている。しかし、Miley 判決では、基本的に1978年の Rolf 判決IIが示した算定方法に基づいている。なお、Miley 判決において、裁判所は「元々のポートフォリオに含まれる証券から受け取ることになる配当は、元々のポートフォリオに加算して、損害額を決定すべきである」として、配当の要素を採り入れたことは評価される。

第二の問題点は、取引上の損失賠償方式において選択する株価指数の妥当性である。株価指数の選択は、裁判所の裁量権に属するものである。裁判所は損害賠償額の算定を思惑的（speculative）なものとしなないためにも、株価指数を選択する上で、顧客のポートフォリオを構成する株式の価値、性質およびタイプを考慮する必要がある<sup>(26)</sup>。例えば、顧客のポートフォリオが20銘柄の株式から構成され、その大半が製造会社により発行されたものであるならば、S & P工業株指数のような工業株の包括的な相場変動を示す指数を用いるべきである。他方、その大半が1株当たり10ドル未満の価格で発行されたものであるならば、S & P低位株指数のような低価格の株式の相場変動を示す指数を用いるべきである<sup>(27)</sup>。

Rolf 事件では、原告は高リスクの成長株への投資を希望していた。このような株式は下落傾向にある市場においては他の平均的な株式よりも大きく下落するものである。しかし、Rolf 判決では一貫して、損害賠償額の算定に際し、市場下落分を調節する指数として、優良株式の平均的な変動を示す、保守的な株価指数が用いられている。そのため、裁判所は原告の投資リスクを軽減し、より保守的な投資目的に合致した銘柄選

扱の結果、得たであろう利益を付与し、<sup>(28)</sup> 過大の補償を提供している。その結果、Rolf 判決における損害賠償方式もまた、被告を投資リスクに対する保険業者としてしまったのである。<sup>(29)</sup>

補償的損害賠償の目的は、原則として過当取引が全く存在しなければ有していたであろう状況に戻すことにある。当該目的の実現において、準契約損害賠償方式および差額損害賠償方式は不完全であると思われる。これら方式では、口座の価値に影響を及ぼす様々な要因が、損害賠償額に反映されていないからである。それに対し、取引上の損失賠償方式は、被告の過当取引に起因しない市場変動を、株価指数を用いることにより賠償額に反映させており、より優れていると思われる。しかし、最終的な損害賠償額の算定においては、これまで述べてきた要因に加え、原告が、有していたポートフォリオに含まれる証券の配当の有無、過当取引<sup>(29)</sup>の間になされた現金の引出しなどの要因をも採り入れるべきである。

- (1) Michael B. Dashjian, *Overcoming Defenses to Churning Claims Under the Federal Securities Laws*, 20 S. R. L. J. 362, 379 (1993).
- (2) Richard A. Booth, *Damages in churning Cases*, 20 S. R. L. J. 3, 8 (1992).
- (3) *Costello v. Oppenheimer & Co., Inc.*, 711 F.2d 1364 (1983).
- (4) Booth, *supra* note 2, at 9.
- (5) *Stevens v. Abbott, Proctor & Paine*, 288 F. Supp. 836 (1968).
- (6) *Carras v. Burns*, 516 F.2d 251 (1975).
- (7) *Twomey v. Mitch, Jones & Templeton, Inc.*, 262 Cal. App. 2d at 732 (Dashjian, *supra* note 1, at 380 を参照).
- (8) *Newkirk v. Hayden, Stone & Co.*, Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶1291,621 (1965).
- (9) Edward Brodsky, *Measuring Damages in Churning and Suitability Cases*, 6 S. R. L. J. 157, 165 (1978).
- (10) Dashjian, *supra* note 1, at 379; Note, *Churning by Securities Dealers*, 80 Harv. L. Rev. 869, 883 (1967).
- (11) Warren H. Hyman, *Churning in Securities: Full Compensation For the Investor*, 9 U. Day. L. Rev. 1, 23 (1983).
- (12) Comments, *Churning and the Death of Low Risk Larceny: Calculat-*

過当取引の民事責任（一）

- ing Damages to Redress the Churning Client's Loss in Portfolio Value*, 21 Calif. Wes. L. Rev. 149, 161 (1984).
- (13) Note, *Measuring Damages in Suitability and Churning Actions Under Rule 10b-5*, 25 Boston C. L. Rev. 839, 845 (1984).
- (14) Hyman, *supra* note 11, at 23.
- (15) Note, *supra* note 13, (Boston C. L. Rev. 1984), at 845.
- (16) Note, *supra* note 10, (Harv. L. Rev. 1967), at 884.
- (17) Note, *supra* note 13, (Boston C. L. Rev. 1984), at 847.
- (18) Note, *supra* note 13, (Boston C. L. Rev. 1984), at 847.
- (19) Carras v. Burns, 516 F. 2d 251 (1975); Newkirk v. Hayden, Stone & Co., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶91,621 (1965).
- (20) Nesbit v. McNeil, 896 F. 2d 390 (1990).
- (21) Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F. 2d 1206 (1990).
- (22) Hyman, *supra* note 11, at 20.
- (23) Comments, *supra* note 12, (Calif. Wes. L. Rev. 1984), at 172; Hyman, *supra* note 11, at 34 (棚ぼた的利益のリスクを減少させる、最も論理的かつ合理的なものである)；Brodsky, *supra* note 17, at 160 (過当取引事例における損害賠償額の算定の困難さを考慮に入れば、Rolf 方式は、顧客に対する損害賠償として論理的な方法であり、当該方式およびその修正方式は、今後、頻繁に用いられることが期待される)；Comments, *Private Actions for the Broker's "Churning" of A Securities Account*, 40 Mo. L. Rev. 281,299.
- (24) Case Comments, *Rolf v. Blyth, Eastman, Dillon & Co.*, 83 Dick. L. Rev. 175,181 (1978).
- (25) Oakley, *Case Comments, Rolf v. Blyth, Eastman Dillon & Co., Inc.* 66 Geo. L. J. 1551, 1570 (1978).
- (26) Note, *supra* note 13, (Boston C. L. Rev. 1984), at 851.
- (27) Comments, *supra* note 23, (Mo. L. Rev. 1975), at 166.
- (28) Booth, *supra* note 2, at 28-29.
- (29) Oakley, *supra* note 25, at 1572.
- (30) Note, *supra* note 13, (Boston C. L. Rev. 1984), at 860-862. は、「手数料および金利を返還することは、原告に二重の賠償を付与する」として否定し、つぎのような算定方式を示している。この提案モデルは、原告に過度の補償をすることなしに、かつ被告に市場の保険業者とさせることなしに、その目的を達成するのである、としている。

すなわち、①過当取引が開始した時におけるポートフォリオの価値を決

定する。②元々のポートフォリオを構成する証券に基づき受け取ることができたか、または、受け取っていたであろう配当の額を加算する。③原告のポートフォリオの内容に照らし、適切な株価指数により市場の下落分だけ、口座価値の評価を減らしたり、または、市場の増加分だけ、口座価値の評価を上げたりする。④過当取引の終了時における原告のポートフォリオの価値を控除する。⑤原告の口座から、現金または証券のあらゆる引出しを控除する。⑥原告の口座に、現金または証券のあらゆる預金を加算する。

#### 第四節 懲罰的損害賠償の認定

##### 1 問題点の所在

米国において、投資家は証券市場という専門化した領域において、一定の保護が認められてきた。とりわけ、過当取引により、専門的な投資知識および投資経験の乏しい一般投資家を食い物にし、その信頼関係を裏切った証券業者には、民事責任および行政処分が課せられてきた。まず、裁判所は過当取引による被害者に対し、補償的損害賠償に基づく救済を認めてきた。しかし、証券業者の明確な欺罔の意図および詐欺的意図が存在する場合に、このような補償的損害賠償だけでは、過当取引を抑止するには十分ではないこともありうる。<sup>(1)</sup>

そこで、裁判所は不法行為者に対し、補償的損害賠償額の数倍から、場合によれば10倍以上に及ぶ額の懲罰的損害賠償 (punitive damages) の支払いを命じてきた。このように、懲罰的損害賠償の目的は、不法行為者を罰し、かつ同様の行為を抑止することにある。そのため結果的に、懲罰的損害賠償は被害者たる投資家にとり棚ぼた的利益となる側面がある。しかし、それは投資家が民事訴訟を提起する上でのインセンティブを与え、<sup>(2)</sup> 補償の対象となりにくい損害を被害者に賠償しうるものである。<sup>(3)</sup>

懲罰的損害賠償は、①欺罔の意図を伴った不法行為、②一定の制定法違反行為、③ある種の不法行為的要素の強い契約違反に対して認められてきたのである。今日では、懲罰的損害賠償について、陪審員が検討す

## 過当取引の民事責任（一）

ることを裁判所が一般的に認め、一審判決で認定された懲罰的損害賠償は控訴審において全額または一部が支持<sup>(5)</sup>されている。

では、懲罰的損害賠償は、いかなる法規のもとで課されるのか。すなわち、連邦法における問題であるのか、州法における問題であるのか。また、その算定はどのような基準によりなされるのか。さらに、実際に過当取引を行ったブローカーに加え、その支配者である証券会社にまで懲罰的損害賠償の責任が及ぶのか、ということを考える必要がある。そこで、当該問題に関し、つぎに検討を行う。

### 2 連邦法か、州法か

連邦証券諸法は1934年証券取引所法28条a項<sup>(6)</sup>に基づき、原告が立証した「実際の損害」の範囲を超えて、被害者たる投資家が賠償を受けることができない旨を禁止<sup>(7)</sup>している。裁判所のなかには、証券取引所法28条a項を「原告が二重に損害を回復することを禁止するだけであり、懲罰的損害賠償を受けることを禁止するものではない」と解釈しているところもある<sup>(8)</sup>。すなわち、「証券取引所法28条a項は懲罰的損害賠償の付与を絶対的に禁止するものではなく、同じ不法行為から連邦法および州法上の訴えに基づく損害賠償を二重に受けることを意図している」というものである<sup>(9)</sup>。

では、原告は連邦法に基づき、懲罰的損害賠償を求めることは可能であろうか。例えば、証券取引所法9条e項<sup>(10)</sup>は、相場操縦行為者に対し、その被害者が損害賠償を請求する権利を明文上、認めている。すなわち、当該条項では、原告は「相場操縦の結果、被った損害」を回復する訴えができるにとどまる。また、9条e項は、「裁判所は、その裁量により、訴訟に関係する両当事者のいずれか一方に対し当該訴訟費用の支払の約束を要求し、かつ、適当な弁護士料を含む費用を課することができる」と規定している。これらの文言からも、9条e項は懲罰的損害賠償の付与に否定的立場にあると言える<sup>(11)</sup>。さらに、証券取引所法28条a項は、「本法

の規定に基づいて損害賠償の訴訟の提起を許された者は」としていることから、「明文上の」民事責任条項に基づく懲罰的損害賠償を禁止しているものと解釈されている<sup>(12)</sup>。

それに対し、損害賠償請求権を黙示的に認める条項に対しては、証券取引所法28条a項は有効であろうか。1934年証券取引所法10条b項および同規則10b-5は、判例上、証券業者による過当取引を禁止するとともに、当該不法行為により損害を被った投資家に対し、補償的損害賠償を請求する権利を明文化してはいないが、黙示的に認めてきた。しかし、懲罰的損害賠償に関しては、ほとんどの連邦裁判所は、証券取引所法28条a項を、「1934年証券取引所法に基づき、懲罰的損害賠償を付与することを禁止する条項である」と解釈している<sup>(13)</sup>。それ故、証券取引所法28条a項の適用範囲は、証券取引所法10条b項違反に対する懲罰的損害賠償の付与を認めないことになる<sup>(14)</sup>。

また、連邦裁判所のなかには、包括的詐欺禁止規定である1933年証券法17条a項に基づき、1934年証券取引所法10条b項および同規則10b-5と同様に、不法行為により損害を被った投資家に対し黙示的に民事訴権を認めているところもある。1933年証券法においても、懲罰的損害賠償を明文上、禁止する条項は包含されていない。にもかかわらず、「懲罰的損害賠償は、1933年証券法に基づき課すことはできない」ということが判例上、示されてきた<sup>(15)</sup>。裁判所のこのような見解は、懲罰的損害賠償が連邦証券諸法に基づき課すことはできないことを示すものである。さらに、それは連邦証券諸法における明文上の民事責任規定だけでなく、黙示的にその民事訴権が認められている条項に関しても、当てはまるものである。

しかし、「コモンロー違反に加え、州法上の違反が連邦証券諸法上の違反に結びついているならば、懲罰的損害賠償は認められうる」ということは十分に確立されている。すなわち、顧客の利益を無視した信託義務違反、詐欺または配慮の欠如 (reckless) のような州法違反は、懲罰的損

### 過当取引の民事責任（一）

害賠償の対象となると、裁判上、示されてきたのである。<sup>(17)</sup>

懲罰的損害賠償を求めるには、コモンローに基づく場合、原告は被告側の害意の存在および詐欺を立証する必要がある。しかし、州法においては、証券取引所法規則 10b-5 の立証基準である「欺罔の意図 (scienter)」の要件を満たすことで十分とされる。<sup>(18)</sup> 当該要件は、過当取引の存在を立証する基準ともなっており、結果的に「取引の過度性」および「取引の主導性」という過当取引の各要件を立証することで、足りることになる。そのため、過当取引の存在が立証された場合には、懲罰的損害賠償が付与される基準をも満たすことになる。

ただし、Levin 判決<sup>(19)</sup>のように、裁判所は過当取引を「道徳上、重大な行為ではない」として、過当取引に起因する損害に対する補償的賠償は認めながら、懲罰的損害賠償の請求は退けている事例もある。

### 3 懲罰的損害賠償の算定

懲罰的損害賠償に関する最も困難な問題は、当該賠償額を算定する確立した基準が存在しないことである。<sup>(20)</sup> 懲罰的損害賠償は不法行為の抑止を第一の目的としており、直接的には被害者の損害を補償するものではない。<sup>(21)</sup> しかし、懲罰的損害賠償の適用は極めて拡大し、懲罰的損害賠償の額は、補償的損害賠償の額の数倍から、<sup>(21)</sup> 判例によれば数十倍にのぼるものも見られる。

例えば、過当取引を原因とする損害賠償事例である Davis 判決において、第八巡回区裁判所は、補償的損害賠償が100,000ドルであるのに対し、<sup>(22)</sup> 2,000,000ドルの懲罰的損害賠償を認めた。Davis 判決判決では、懲罰的損害賠償の算定に関し、①補償的損害賠償額との対比、②不法行為の性質と重大性、③不法行為の意図、④不法行為者の経済状況、⑤不法行為に付随する状況、という要因を考慮している。このように、懲罰的損害賠償は、裁判所により原告が被った「実際の損害額」を遙かに超える額を算定されることも多い。<sup>(23)</sup>

また、多くの判例においては、懲罰的損害賠償に加え、被告が害意をもって行為をした場合などには、<sup>(24)</sup>原告の弁護士費用は被告の負担とすることが命じられている。<sup>(25)</sup>さらに、いくつかの判例では、精神的苦痛に対する損害賠償を認めているものもある。<sup>(26)</sup>このような事例では、害意を有する詐欺および精神的苦痛を被害者に意図的に課したことに對し、懲罰的損害賠償を認めている州法規定に基づいている。

懲罰的損害賠償額の算定額が増加している理由としては、不法行為の悪性が目立っているということよりも、不法行為者に対する責任が強化されているためであるという指摘がある。<sup>(27)</sup>他方、懲罰的損害賠償において、どれくらいの額が不法行為を抑止する上で必要であるのか、ということに関する司法上の決定については過去において、余り議論されてこなかったのも事実である。<sup>(28)</sup>予想される補償的損害賠償の額が少なく、弁護士費用も認められず、かつ懲罰的損害賠償の可能性もない場合には、原告が訴えを提起するインセンティブを見いだすことは困難である。<sup>(29)</sup>クラスアクションに基づく場合でなければなおさらであろう。

しかし、途方もない懲罰的損害賠償額の算定は、より多くの根拠のない訴訟を助長することにもなる。ある論者は、「ブローカーに對し提起された訴えの約半数は、怪しいものである」とし、「そのことは皮肉にも、懲罰的損害賠償の必要性を現実的に除去することにもなりかねない」と述べている。<sup>(30)</sup>

- (1) Comments, *Private Actions for the Broker's "Churning" of A Securities Account*, 40 Mo. L. Rev. 281,300 (1975).
- (2) Booth, *Damages in Churning Cases*, 20 S. R. L. J. 3,15 (1992).
- (3) Comments, *supra* note 1, (Mo. L. Rev. 1975), at 300 は、「懲罰的損害賠償は、原告の損害に対する一種の賠償である」と位置づける。それに対し、Comments, *Punitive Damages and The Federal Securities Act: Recovery Via Pendent Jurisdiction*, 47 Miss. L. J. 743,744 (1976) は、「懲罰的損害賠償は、原告の実際の損害とは関係なく賠償が命じられるものである」と述べる。
- (4) Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 754.

## 過当取引の民事責任（一）

- (5) W.グレイ「アメリカにおける懲罰的損害賠償」(木下 毅訳) アメリカ法 171号 173, 185頁。なお、米国の懲罰的損害賠償に関する包括的な研究書として、ブラット＝ハメスファ＝ナゼント＝アルバーツ『懲罰的賠償額——アメリカ各州および属領の法と実務への方針——』(大隈一武訳, 保険毎日新聞社, 1995年)がある。
- (6) 1934年証券取引所法28条a項は、次のように規定する。
- (a) 本法に定める権利および救済は、普通法または衡平法による他のすべての権利および救済に追加されるものとする。ただし、本法の規定にもとづいて〔衡平法上の〕損害賠償の訴訟の提起を許された者は、1または2以上の〔普通法上の〕訴訟における判決の履行を通じて、不服とする行為から生じた実際の損害を越える額を回復することはできない。本法のいかなる規定も、本法またはこれにもとづく規則の規定に反しない限り、証券または者に関する州の証券委員会（またはこれと同様の職務を遂行する州の機関もしくは幹部公務員）の所轄権に影響を及ぼすものではない（以下省略）。
- (7) Hyman, *Churning in Securities: Full Compensation for the Investor*, 9 U. Day. L. Rev. 1,5 (1983).
- (8) Hecht v. Harris, Upham & Co., 283 F. Supp. 417 (1968), *modified*, 430 F. 2d 1202 (1970).
- (9) Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 749.
- (10) 1934年証券取引所法9条e項は、次のように規定する。
- (e) 本条a項, b項またはc項に違反する行為または取引に故意に参加した者は、当該行為または取引の影響を受けた価格で証券を購入したまたは売却した者に対して責めを負わなければならない。かつ、被害者は、当該行為または取引の結果被った損害を回復するため、管轄裁判所において普通法または衡平法上の訴訟を提起することができる。この訴訟において、裁判所は、その裁量により、訴訟に関係する両当事者のいずれか一方に対し当該訴訟費用の支払の約束を要求し、かつ、適当な弁護士料を含む費用を課すことができる。本項にもとづき賠償責任を負った者は、原訴訟に参加していた場合には同様の賠償責任を負うべきであった者に対し、契約の場合に準じて分担額を求償することができる。本条にもとづいて発生した責任を履行させるための訴訟は、違反事実を発見した時から1年以内、かつ当該違反のあった時から3年以内に限り、提起することができる。
- (11) 9条e項は、相場操縦行為者に対する民事責任を規定する。しかし、被害者は9条e項のような厳格な要件を有しない10条b項に基づき損害賠償請求を行う。そのため、Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 748は、「9条e項に係る懲罰的損害賠償の問題は、当該条項に基づき提起

される訴えが少ないことから、それほど重要であるとは言えない」と述べる。

- (12) Hirsch & Lewis, *Punitive Damage Awards Under the Federal Securities Acts*, 47 Notre Dame Law. 72, 80 (1972).
- (13) Comments, *supra* note 1, (Mo. L. Rev. 1975), at 301.
- (14) Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 749-753.
- (15) Comments, *supra* note 1, (Mo. L. Rev. 1975), at 301. Globus v. Law Research Service, Inc., 418 F. 2d 1276 (1969), *cert. denied*, 397 U. S. 913 (1970). を参照。
- (16) Comments, *supra* note 1, (Mo. L. Rev. 1975), at 301.
- (17) Hyman, *supra* note 6, at 24-25; Booth, *supra* note 2, at 13 (その中心的な訴えが1934年証券取引所法規則 10b-5に基づきなされているとしても、懲罰的損害賠償は州法上の問題である); Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 767.
- (18) Levin v. Shearson Lehman/American Express Inc., Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶192,080 (1985).
- (19) Booth, *supra* note 2, at 17.
- (20) Aldrich v. Thomson Mckinnon Sec. Inc., 756 F. 2d 243 (1985).
- (21) Chemetron Corp. v. Business Funds, Inc., 718 F. 2d 725 (1983)において、相場操縦行為者である被告に対し、第五巡回区裁判所は、4,726,128ドルの損害賠償および4,817,276ドルの利息に加え、9,452,256ドルの懲罰的損害賠償の支払いを命じた。
- (22) Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 906 F. 2d 2622 (1985).
- (23) Siconolfi, "NASD is Developing Guidelines for Punitive Awards to Investors," Wall St. J., June 11, 1989, at A1, col. 1 は、「過去4年にわたる約50件の判例において、懲罰的損害賠償は総計11,000,000ドルに達している」と述べている。
- (24) Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 766.
- (25) Booth, *supra* note 2, at 19.
- (26) Hyman, *supra* note 6, at 25.
- (27) 山下友信「証券会社の投資勧誘」龍田 節＝神崎克郎編『証券取引法体系』(商事法務研究会, 1988年) 326頁
- (28) Booth, *supra* note 2, at 18.
- (29) Comments, *supra* note 3, (Miss. L. J. 1976), at 766.
- (30) Booth, *supra* note 2, at 19.

## 第四章 民事救済の実現に係る諸問題

### 第一節 投資利益の存在と民事責任

過当取引とは、証券業者が手数料を稼ぐ目的で、顧客の口座を支配して、洗練された投資技術および知識を有しない顧客との信頼関係を濫用し、顧客の本来的な投資目的に反してなされる過度の売買取引である。その結果、投資家に多額の経済的損失を被らせることとなる。しかし、Nesbit 判決および Davis 判決は、「投資利益が存在しながら、過当取引を原因とする損害賠償請求が認容されるか」が問題となった事例である。そこで、両判決を概観し、過当取引の違法性概念について考察する。

#### 1 Nesbit v. McNeil 判決 (1990)<sup>(1)</sup>

##### (事実概要)

一審原告 Virginia Nesbit は元教師で、実業家である夫の死後、証券からなるポートフォリオを Wallace Nesbit Trust (以下、The Trust) とともにそれぞれ相続した。Nesbit 夫人は自身名義のポートフォリオおよび The Trust 名義のポートフォリオを運用したが上手くいかず、友人の息子である被告ブローカー McNeil が勤務する証券会社で口座を開き、運用を実質的に一任した。当時、Nesbit 夫人の口座価値は167,463ドル、The Trust のそれは44,177ドルであった<sup>(2)</sup>

McNeil はその後11年半の間に総額440万ドル、150銘柄の株式につき約1,000回の売買取引を行った。1984年頃、Nesbit 夫人は一連の取引を強く懸念し、被告と密接な連絡を取り、取引を減少させた。1985年10月に口座が閉じられる時には、Nesbit 夫人の口座価値は301,711ドル、The Trust は92,844ドルであり、合計182,915ドルの投資利益(売買差益)が生じていた<sup>(3)</sup>。しかし、その間に支払われた手数料は250,000ドルにのぼっていた。Nesbit 夫人は、「被告の投資行動は、本来の目的に反する過当取引である」として、オレゴン地方裁判所に提訴した。

同地裁は連邦証券諸法に基づき、原告が支払った手数料250,000ドルのうち、過度な手数料134,000ドルの返還を命じ、第九巡回区裁判所もまた、以下の理由から、原判決を支持した。

(判決要旨)

① 過当取引の認定

一審原告は洗練された投資技術および知識を有さず、友人の息子である被告を信頼し、安全で確実に利益をもたらす運用を望み、一審被告ブローカー McNiel に取引を実質的に一任していた。一審被告は全取引が終了した最終的状況に直面した時の困惑からも、取引が原告の投資目的に反することを認識していたことは明白であり、一審原告の指示を単に執行しただけではない。また運用方法からも口座支配および欺罔の意図が推認される。

「一審原告は売買回転率を示しておらず、手数料率からも過当取引は存在しない」と一審被告は主張した。しかし、過度の取引は当該要因だけでなく、取引の回数および総額、口座価値と比較して高い手数料額、さらに投資上の損害を出している多くの株式の存在および投資目的すべてから認定される。以上から、一審被告により過当取引が行われたと言え<sup>(4)</sup>る。

② 損害賠償請求権の出訴期限

1934年証券取引所法規則 10b-5 は、損害賠償請求権の出訴期限を明文化していない。そのため、類似の1934年証券取引所法または州法上の類似規定が援用される。そこで、被告は「オレゴン州法上の訴権時効規定によるならば、本件の訴えに先立つ2年間の取引に対してのみ損害回復が可能である」と主張する。

しかし、過当取引とは、一連の取引を統合して違法性が判断される不法行為であり、ブローカーによる一審原告の口座に関する管理および運用の全過程から認定される。一審被告は一審原告が当該取引の懸念後も売買を勧め続け、損失の回復を保証している。規則 10(b)-5 の訴権時効は

## 過当取引の民事責任（一）

最終取引後から効力が発するのであり、過当取引はその時まで終わらず、それは1985年である。そのため、一審被告の主張は退けられる<sup>(5)</sup>。

### ③ 補償的損害賠償額の算定

一審原告の口座価値は182,915ドルも増加し、投資利益が生じたが、合計250,000ドルもの手数料が支払われている。陪審はそのうち、134,000ドルは過度であるとした。原審は、「過当取引の結果、合理的に考えられる手数料を超える手数料額の回復が可能であり、当該手数料の損失と投資利益は相殺されない」と判示し、第九巡回区裁判所もまた、それを支持した。

過当取引は投資家に、過度の手数料の支払いと口座価値の下落という二つの独立した損害を引き起こす。それは連邦証券法違反およびコモロ上<sup>(6)</sup>の信認義務違反でもある。投資家はこれら両方の損失を、それぞれ独立して回復することができる。それ故、投資利益と手数料の損失とは相殺されない。ブローカーは行うべきではない過度の取引をしたのであり、不正に稼いだ利益を保持すべきではない。すなわち、過当取引は口座の最終の状態いかにかわらず、証券諸法に違反する詐欺であり、口座価値が増加しても、ブローカーは手数料のうち不適切な部分を吐き出さねばならない<sup>(6)</sup>。

## 2 Davis v. Merrill Lynch 判決(1990)<sup>(7)</sup>

### (事実の概要)

原告 Ethlyn Davis の夫は、1972年に妻のために被告 Merrill Lynch 社で口座を開き、同社ブローカー Marks を通じ、自らの管理により低リスクで安定した証券に投資をしていた。1976年に夫が死亡し、87歳という高齢で投資知識のない原告は、非売買一任勘定取引であるが、口座運用を Marks の助言に全面的に従った。Marks の証言によれば、Davis 夫人は証券投資に無知であり、自分が推薦する投資には、いずれも拒絶<sup>(8)</sup>したことがなかった。1981年に Marks の監督下、口座担当が Ulrich に

代わり、彼は1982年から1984年にかけて、106回から141回に及ぶ、総額200万ドルの無断売買 (unauthorized trading) を行い、43,768ドルの手数料を稼いだ。

なお、1982年の手数料は7,718ドルであり、それは同年の投資利益の35%に相当し、同じく1983年は19,774ドル (同約53%)、そして1984年の8ヵ月間には16,276ドル (同約67%)<sup>(9)</sup> の手数料を稼いでいる。

Davis 夫人は各取引に関する売買確認書および月次報告書に加え、年次手数料が一定の水準に達した時、被告会社が定期的に送付する手紙も受け取っている。そして、それらを、家族らにも時に見せている。しかし、彼女は当該書類を理解できず、被告に質問および異議も唱えなかった。1984年8月に Ulrich が、他の口座でも無断売買をしていたことから本件が発覚し、彼は解雇された。Davis 夫人は最終的に53,000ドル以上の投資利益を得たが、Merrill Lynch 社に対し過当取引などによる損害賠償請求の訴えを提起した。<sup>(11)</sup>

第八巡回区裁判所は原判決を支持し、「過当取引がなければ、当時の市場状況から、55,600ドル以上ものさらなる利益を得ていたであろう」として、支払った手数料と合わせ、10万ドルの補償的損害賠償および200万ドルの懲罰的損害賠償を認めた。

(判決の要旨)

#### ① 過当取引の認定

一審原告は元来、低リスクで安定した証券に投資していた、夫の管理下にあった口座を受け継いだにすぎない。夫が死亡した当時、一審原告は87歳という高齢であり、投資知識のない原告は非売買一任勘定であるが、被告会社のブローカー Marks を信頼かつ服従し、口座運用を任せていた。担当が Ulrich に代わると、2年半以上にわたり、106回から141回もの無断売買が行われている。それにより、一審被告は43,768ドルもの手数料を稼ぎ、当該額は運用利益と比較しても高い。

一審原告は各取引について売買確認書および月次報告書を受け取って

## 過当取引の民事責任（一）

いるが、内容については全く理解できないでいる。また一審被告に質問および異議も唱えておらず、頻繁な無断売買を被告会社に通告していない。しかし、被告会社は、当該口座における異常な取引の増加を電算システムなどにより探知でき、より効果的な処置が採られるべきであった。それ故、被告は当該不法行為に対する責任を免れるものではない。<sup>(12)</sup>

なお、一審原告は当該書類を時に、原告の息子、孫、そして会計士に見せているが、彼らは他者の口座を調査する義務がなく、当該書類を理解する能力の有無は本件では問題とはならない。<sup>(13)</sup>

### ② 信認義務の違反

「非売買一任勘定取引は、信認義務を証券業者に課すものではない」と被告は主張する。<sup>(14)</sup> 信認義務関係が存在するかどうか、およびその民事責任の有無は州法上の問題であるが、Marks および Ulrich のようなブローカーは、専門的な訓練を受けた証券投資の専門家である。Ulrich は Davis 夫人と相談することなく、多くの無断売買を行った。すなわち、証券取引の専門家であり、それを業とするブローカーと顧客との間には、信認義務が存在するものである。そして、原告口座が一任勘定であるか非一任勘定であるかは、信認義務の存在に関するほんの一要因にすぎない。<sup>(15)</sup>

### ③ 補償的損害賠償額の算定

原告は、最終的に53,000ドル以上もの投資利益を獲得していた。そこで、一審被告は、「Davis 夫人は全く損害を被っていない。証券取引所法10条b項、コモンロー上の詐欺、信認義務違反に基づく賠償額は、過当取引前後の差額の損害に限定される」と主張する。

しかし、被告の意見を採用すれば、ブローカーは口座価値が当初の投資額を下回らないかぎり、賠償義務を果たすことなく過当取引が可能となる。過当取引を原因とする民事責任は、「顧客が新たな追加的利益を得た」という事実によって免れるものではない。Nesbit 判決が示すように、過当取引は顧客が得た投資利益の存在にかかわらず、証券取引所法10条

b項および規則10b-5が禁止する詐欺である。<sup>(16)</sup>

地方裁判所は、無断でなされた過度の取引に関し支払われた手数料に加え、当該不法行為がなければ有していたであろう、さらなる利益の合計額を補償的損害賠償額とした。原告は総額43,768ドルの手数を支払っている。また、過当取引がなければ実際よりも50,000ドル以上の利益を獲得していたことだろう。それ故、補償的損害賠償額を10万ドルと算定した原判決は支持される。

#### ④ 懲罰的損害賠償額の問題

被告 Merrill Lynch 社は、200万ドルの懲罰的損害賠償は過度であると主張する。懲罰的損害賠償の認定額が過度かどうかに関し、a.補償的損害賠償額との対比、b.不法行為の性質と重大性、c.不法行為の意図、d.不法行為者の経済状況、e.不法行為に付随する状況、という要因を原審は考慮している。しかし、以下のことから、本件の懲罰的損害賠償額は妥当と言える。<sup>(18)</sup>

a.補償的損害賠償額との対比 原審では、補償的損害賠償額を10万ドル、懲罰的損害賠償額を200万ドルと認定している。この20対1という割合は、当該地裁が他の裁判において認めた他の懲罰的損害賠償額と比較して高いが、35対1という判決もあり許容範囲内にある。<sup>(19)</sup>

b.不法行為の性質と重大性 被告は、原告が高齢で投資知識もなく、ブローカーを全面的に信頼かつ盲従していたことを知りながら、頻繁な無断売買により多額の手数を稼いだ。「原告は、ダウ・ジョーンズ工業指数を上回る投資利益を得た」と主張するが、それが過当取引の詐欺性および責任を否定するものではない。<sup>(20)</sup>

c.不法行為の意図 被告会社は不法行為が発覚した後に、Ulrichを直ぐに解雇している。しかし、Ulrichを通じ長期にわたり過当取引がなされ、その意図は被告会社に帰される。<sup>(21)</sup>

d.不法行為者の経済状況 200万ドルの懲罰的損害賠償額は、莫大であることは事実である。しかし、被告 Merrill Lynch 社の1987年度に

## 過当取引の民事責任（一）

おける純利益および純資産と比較すれば、決して過度ではない。<sup>(22)</sup>

e. 不法行為に付随する状況 被告会社は頻繁な無断売買の発覚後、Ulrich を解雇し、原告の口座に8,000ドルを支払っている。しかし、この事実が二年半以上にわたる頻繁な無断売買および不正に多額の手数料を稼いだことを許すものではない。<sup>(23)</sup>

### 3 両判決の検討

#### (1) 過当取引の認定

##### ① Nesbit 判決の検討

まず、Nesbit 事件では、原告は熟練した投資技術を有さず、投資目的も著しく投機的なものではないが、過去の投資経験は必ずしも少ないとは言えない。しかし、友人の息子である被告ブローカーを強固に信頼し、黙従していた。そして、八年半にわたる取引は総額440万ドル、150銘柄の株式につき約1,000回に達している。当初、約21万ドルの口座価値に対し、手数料総額は25万ドルにも及んでいる。<sup>(24)</sup>

原告は売買回転率を算出していない。しかし、裁判所は本件の取引回数に加え、投資総額および年毎の投資利益に対する手数料額を考慮している。また、被告は原告がその取引手法に懸念を示した後も、損失の回復を保証して頻繁な売買を継続している。このことは、ブローカーが顧客の利益よりも、自己の利益を優先させる欺罔の意図を推認させるものである。そして、前述した原告の投資経験、知識、投資目的などを付随的要素として、取引の過当性を認定している。

また、過当取引の認定において、原告の口座価値が騰落したことは必ずしも問題とはしていない。事実、第九巡回区裁判所は過当取引により口座価値が下落した場合でも、当該損害額の賠償を認めることに積極的ではない。

##### ② Davis 判決の検討

他方、Davis 事件においても、原告はブローカーの勧誘を受けて、証券

投資を開始したのではない。被告会社のブローカー Marks を通じ、原告の夫が保守的に投資運用を行っていた口座を、その死亡により原告が引き継ぐことになったのである。当時、原告は87歳という高齢で、洗練された投資技術および知識を有していなかった。そして、Marks およびその監督下にある後任ブローカー Ulrich を全面的に信頼かつ黙従していた。このため、原告は各取引について売買確認書などを受領し、被告に質問および異議も唱えていないにもかかわらず、これら書類の内容が理解されなかったとして、非一任勘定であるが、口座支配が認められている。

また、取引の過当性について、本件でも売買回転率は算出されていない。しかし、正確な取引回数は確定されていないが、Ulrich による二年半の、106回から141回に及ぶ無断売買が過度の取引に該当するといえる。これら頻繁な無断売買を看過した被告会社の責任が、当該判決で求められたわけである。

そして、手数料額の高さだけでなく、例えば、1984年の8ヵ月間における16,276ドルの手数料はその年の投資利益に対し、約67%にも相当していること、投資利益と手数料との不均衡などを問題としている。

## (2) 損害賠償額の算定

### ① Nesbit 判決の検討

Nesbit 判決では、原告は過度に支払った手数料の返還を受けたことにより、48,915ドルの投資利益を得たことになった。第九巡回区裁判所は「過当取引に対する損害賠償は、顧客の口座価値が増加した場合でも認められる」と判示したのである。投資利益額と支払った手数料総額を比較すれば、後者の方が多額であり、原告は実際上、過当取引により経済的損失を被っていたと言える。しかし、結果的には、本判決により原告は多額の利益を獲得したことになった。

なお、過度な手数料と認定された額が、単に過当取引がなされていた

## 過当取引の民事責任（一）

間に支払われたものであるのか、過当取引がなされていた間の、適合性原則に違反する取引などに対してのみ支払われたものなのかは、明確ではない。

もし、消滅時効に関し問題となった、被告による一連の取引全体が過当取引であるならば、手数料全額が賠償されるとの考えも成り立つ。また、手数料の損失と投資利益との相殺に関しては、過当取引がなければ過度な手数料は支払われなかったのであるから、過当取引が立証された以上、当該相殺は否定されるべきであるであろう。

### ② Davis 判決の検討

Davis 事件では、原告は106回から141回に及ぶ、総額200万ドルの無断売買により、43,468ドルの手数料を支払った。しかし、最終的に53,000ドル以上の投資利益を得たが、第八巡回区裁判所は原審支持の判決を下し、「過当取引がなければ、当時の市場状況から55,600ドル以上もの追加的利益を得ていたであろう」として、支払った手数料と合わせ、10万ドルの補償的損害賠償および200万ドルの懲罰的損害賠償を認定している。

本件においても、投資利益と手数料とは相殺されていないが、Nesbit 判決とは異なり、支払われた手数料の全額が返還されている。「原告の投資利益は、ダウ・ジョーンズ工業指数を上回るものである」と被告は主張する。しかし、一審被告による売買取引には、当該指数の基礎となる株式以外の証券も当然に含まれていることだろう。そこで、裁判所は過度の無断売買による逸失利益をも損害額として認定している。当時の市場状況から追加的な利益を算出しているが、その算定基準は必ずしも明確ではない。

他方、懲罰的損害賠償額が過度であるかについて、補償的損害賠償額との対比、不法行為の性質と重大性、不法行為の意図、不法行為者の経済状況、不法行為に付随する状況、という要因が考慮されている。しかし、本件で認定された懲罰的損害賠償額は、他の判例および補償的損害賠償額と比較して多額である。さらに、原告には投資利益も存在してい

る。それ故、本判決は今後、証券の過当取引に対する損害賠償請求訴訟のインセンティブを高めることは否定できない。

(3) 規則 10(b)-5 の出訴期限

1934年証券取引所法10条 b 項および同法規則 10b-5 は包括的な詐欺禁止規定であり、証券の様々な不公正取引行為に対し広範に適用されている。規則 10b-5 はその立法経緯において、SEC の活動を補完するものと考えられていたため、「どのような行為が違法か」について、明確な規定がなされていない。そこで、判例を通じ、証券の不公正取引に関する要件が示され、証券取引所法10条 b 項および規則 10(b)-5 の私的訴権が、默示的に認められてきた。<sup>(25)</sup>

このように、証券取引所法10条 b 項および規則 10(b)-5 の私的訴権は、默示的なものであることから、出訴期限については規定していない。そのため、当該規定に基づく損害賠償請求権はどの時点で消滅するかが問題となる。

Nesbit 判決において、第九巡回区裁判所は、「規則 10b-5 は、損害賠償請求の訴権時効を明文化していない。そのため、類似の1934年証券取引所法または州法上の類似規定が援用される」と指摘する。また、「過当取引とは、一連の取引からなる統合された違反行為であり、ブローカーによる管理および運用の全過程から認定される。そのため、規則 10(b)-5 の訴権時効は、最終取引後から効力が生ずる」と述べる。

そこで、証券取引所法10条 b 項および規則 10(b)-5 の出訴期限について、判例を概観すれば、証券取引所法10条 b 項および規則 10(b)-5 の出訴期限については、①州証券規制法（ブルースカイ法）の類似規定を適用する、②コモンローにおける詐欺を理由とする民事訴訟の出訴期限を定める州法による、③1934年証券取引所法の類似規定を適用する、という三種類に大別できる。

コモンローにおける詐欺の出訴期限を定める州法によれば、私的訴権

## 過当取引の民事責任（一）

の消滅時効は、3年から6年であり、また、ブルースカイ法によれば、2年である場合が多い。そのため、1950年代から1970年代初期における裁判例は、コモンローにおける詐欺の出訴期限を定める州法による事例が多い。

一般的に、州法規定は、相場操縦に対する民事責任を規定する証券取引所法9条e項および同法29条b項など、10条b項に類似する証券取引所法上の規定よりも、損害賠償請求権が時効により消滅するまでの期間が比較的長い。また、州ごとに出訴期限の長短があるため、いかなる時効規定を適用するかにつき、多大の混乱を招いた。そして、損害を被った投資家は自己に最も有利な判決を得られるように、法廷地を選択する裁判所漁りを助長することとなった。

当該問題に関し、連邦最高裁判所は、1991年のLamp判決において、「証券取引規制が投資家保護であることに鑑みれば、証券取引所法における明示的な私的訴権および黙示的な私的訴権とは、同じ規制に服すべきである」と説示した。そして、証券取引所法10条b項および規則10(b)-5の訴権時効に関し、「違反事実を発見した時から1年以内、かつ当該違反のあった時から3年以内に限り、民事責任を履行させるための訴訟を提起することができる」とする証券取引所法9条e項および同法18条a項の規定を適用した。

Lamp判決が下された同じ日に、連邦最高裁判所は、Beam判決において、<sup>(26)</sup>「本裁判所が下した新しい判断は、係属中の事件すべてに適用される」とした。この結果、Lamp判決が示した訴権時効に関する「1-3年」ルールは、係属中の事件すべてに適用されることとなった。当該出訴期限は、ブルースカイ法の規定よりも短いため、多数の証券訴訟において、訴権時効を理由として損害賠償請求が退けられた。

その後、議会は投資家保護のため、Lamp判決が示した「1-3年」ルールを実質的に伸ばすため、1991年12月に、1934年証券取引所法27A条を新設した。その結果、証券取引所法27A条に基づく訴訟は、提訴が

1991年6月19日以前になされた場合と同年6月20日以後になされた場合とでは、出訴期限が異なることとなった。

すなわち、27A条a項は、「1991年6月19日以前に本法10条b項に基づき提起された民事訴訟の出訴期間は、当該訴訟の管轄権がある法域で適用され遡求効の原則を含む1991年6月19日現在で効力を有する法律による」と規定し、提訴日の違いにより、出訴期限が異なる。

また、27A条b項は、「1991年6月19日以前に本法10条b項に基づき提起された民事訴訟において、1991年6月20日以後に下された判決で出訴期間の経過を理由に請求が退けられ、かつ、当該訴訟の管轄権がある法域で適用され遡求効の原則を含む1991年6月19日現在で効力を有する法律によれば出訴期間内であるとされたであろう場合には、本条制定後60日以内に申立てがあった場合に限り再審理がなされなければならない」と規定する。

このように、27A条b項はすでに下された判決の再審理を認めている。しかし、連邦最高裁判所は、1995年の *Plaut* 判決において、「判決の再審理を認める1934年証券取引所法27A条b項は、憲法の定める三権分立の原則に反する」という判断を示した。<sup>(28)</sup>

### 3 Nesbit 判決および Davis 判決の意義

ブローカーは、投資家たる顧客が活発な証券取引を行うことに利害を有している。より頻繁な売買は、より多くの手数料をもたらすからである。ブローカーが顧客の勘定により、取引を活発に行っていても、それがすべて顧客の指示に基づき、単に売買注文を忠実に執行しているだけであれば、投資上の損失は当然ながら顧客の責任に帰することになる。しかし、顧客がその投資選択において、ブローカーの助言指導に依存かつ黙従している場合など、いかなる関与を受けている場合に、投資リスクの負担はいかにあるべきなのか。

また、証券取引の適切なる頻度は、投資目的により異なるのは当然で

## 過当取引の民事責任（一）

ある。顧客が極めて頻繁かつ活発な取引により、投機的な利益を獲得する意図を有しているのであれば、ブローカーによる売買回数の多さが、直ちに問題となるものではない。そのため、過当取引の認定においては、ブローカーが主導して行われた証券売買の頻度と顧客の投資目的とを総合して判断する必要がある。

Nesbit 判決および Davis 判決はどちらも、投資知識が乏しく、投機的利益よりも保守的な投資運用を望んでいた高齢の未亡人が原告である。彼女らは、実質的に夫が管理していた口座を受け継いだのであり、自らの意思により証券投資を始めたのではない。また、過当取引を行ったブローカーは、Nesbit 事件では原告の友人の息子であり、Davis 事件では、夫が存命中に担当していたブローカーの監督下にあった者である。そのため、原告は彼らを全面的に信頼し、かつ黙従していた。すなわち、当該ブローカーらは実質的に原告の口座を管理および運用し、その投資決定に多大の影響を有していたのである。

第八巡回区裁判所は Davis 判決において、原告が売買確認書などを受領し、被告に質問および異議も唱えていないながらも、その内容が理解できなかったとして、各取引を無断でなされたものと認定している。そして、頻繁な無断売買を看過した被告証券会社の責任として、補償的損害賠償に加え、多額の懲罰的損害賠償が命じられた。

取引の過度性に関し、両判決において原告は売買回転率を示していない。しかし、裁判所は取引回数に加え、投資総額および年毎の投資利益に対する手数料額を考慮している。また Nesbit 事件では、被告は原告がその運用方法に懸念を示した後も、損失の回復を保証して頻繁な売買を継続している。他方、Davis 事件では、被告は顧客の無知に付け込んだ無断売買を、二年半にもわたり繰り返した。これらは、ブローカーが顧客の利益を無視または配慮せず、自己の利益を優先させる欺罔の意図を推認させるものである。そして、前述した原告の投資経験および知識、口座の本来的性格などを付随的要素として、取引の過当性を認定している。

また、両判決はともに、「投資利益の存在が過当売買を否定するものではない」という前提に立っている。そして、当該前提は損害賠償額の算定においても、重要な要素となる。

過当取引の存在が立証された場合に、損害を被った投資家は不法行為者たるブローカーから、補償的損害賠償を受けることができる。損害賠償の目的は、不法行為が全くなければ、原告が有していたであろう状態により完璧に近づけることにある。その場合、投資家たる原告が本来、負担しなければならない投資リスクを被告に転嫁することを避け、かつ棚ぼた的利益を付与することのないように損害額を算定する必要がある。また、不法行為の結果として、被告がいくら稼いだかよりも、原告たる顧客の損害に焦点を当てるべきであろう。当該理論に基づくならば、投資利益が存在する場合には、損害賠償請求は認容されないことになる。

しかし、Nesbit 判決および Davis 判決は、「過当取引は手数料と口座価値の損失という二つの独立した損害を引き起こす。投資家はこれら両方の損失を、相殺されることなく、独立して回復することができる」という前提に基づき、補償的損害賠償を認めている。また、Davis 判決は支払った手数料以外の追加的補償をも認定されている。それは、「過当取引がなされていた間の口座の市場価値が、全体として、同時期の市場と同じだけの上昇を示していない場合、取引上の損失に関する賠償がなされるべきである」とする考えであろう。すなわち、過当取引は投資利益の存在にもかかわらず、口座価値を浸食するものである。それ故、「過当取引が存在しない場合と比較して、口座価値はより低いという意味において、投資家は損害を被っている」とするのである。

Davis 判決は、ブローカーによりなされた投資運用全体を、統一して違法なものとして認定し、かつ適切に行動しておれば、より多くの利益を原告にもたらしたと判断している。その意味において、投資利益と支払った手数料総額の差額上、運用損（実損）を被っている Nesbit 事件以上に、Davis 判決は被告証券業者による不法行為の性質を問題にしている。

### 過当取引の民事責任（一）

ただし、Davis 判決において認定された追加的利益の賠償の算定は、あまりにも不明確であり、思惑的 (speculative) であることは否定できない。当該算定額については、「取引上の損害賠償方式」を適用してもよいのではないかとも思われる。

しかし、異なる巡回区裁判所が、Nesbit 判決および Davis 判決を通じて、「投資利益の存在が過当取引を否定するものではなく、過当取引は顧客に経済的損失をもたらすものである」ことを認めていることには、意義があると言える。

- (1) Nesbit v. McNeil, 896 F.2d 380 (9th Cir. 1990).
- (2) *Id.*, at 381.
- (3)  $(301,711 \text{ドル} + 92,844 \text{ドル}) - (167,463 \text{ドル} + 44,177 \text{ドル}) = 182,915$   
ドル。
- (4) *Id.*, at 382-383.
- (5) *Id.*, at 384-385.
- (6) *Id.*, at 385-387.
- (7) Davis v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 906 F.2d 1206  
(8th Cir. 1990).
- (8) *Id.*, at 1210.
- (9) *Id.*, 1211.
- (10) *Ibid.*
- (11) なお、本件は、1986年11月に Davis 人が死亡したため、息子が訴えを引き継いだ (*Ibid.*)。
- (12) *Id.*, at 1213-1214.
- (13) *Id.*, at 1213-1214.
- (14) *Id.*, at 1214.
- (15) *Id.*, at 1215-1217.
- (16) *Id.*, 1218.
- (17) *Id.*, 1217.
- (18) *Id.*, at 1219-1223.
- (19) *Id.*, at 1223.
- (20) *Id.*, at 1224.
- (21) *Ibid.*
- (22) *Id.*, t 1225.
- (23) *Ibid.*

(24) Nesbit 夫人の口座価値167,463ドル+The Trust の口座価値44,177ドル=221,640ドル。

(25) 証券取引所法10条b項および規則 10(b)-5 の私的訴権は判例上、黙示的に認められてきたことから、訴権時効を規定していない。そのため、10条b項に基づく損害賠償請求権はどの時点で消滅するかが問題となる（今川嘉文『相場操縦規制の法理』（信山社、2001年）61-65頁）。

規則 10(b)-5 の訴権時効については、①類似する州証券規制法（ブルースカイ法）の規定を適用する、②コモンローにおける詐欺の出訴期限を定める州法規定を適用する、③1934年証券取引所法の類似規定を適用する、という三種類に大別できる。判例を概観すれば、連邦裁判所の見解はこれまで一致してこなかった。証券取引所法の類似規定を適用する事例が増加している一方、「10条b項に最も類似した州法の時効規定を適用すべきである」とする裁判所は多い。例えば、Vanderboom 判決は、「連邦法に規定のない場合、州法における時効規定を適用すべきである。そして、どの州規定を適用するか基準は、それが当該連邦政策にもっとも資するかどうかによる」と述べる（Vanderboom v. Sexton, 422 F.2d 1233 (1970)）。しかし、どの州法規定を用いるかについては争いも多い。

一般的に、州法規定は相場操縦に対する民事責任を規定する証券取引所法9条e項および同法29条b項など、10条b項に類似する証券取引所法上の規定よりも、時効により損害賠償請求権が消滅するまでの期間が比較的長い。例えば、相場操縦に係る民事責任規定である証券取引所法9条e項は、「違反事実を発見した時から1年以内、かつ当該違反のあった時から3年以内に限り、民事責任を履行させるための訴訟を提起することができる」と規定する。

それに対し、10条b項に基づく訴権時効の解釈について、相場操縦に対する損害賠償請求事例である Klein 判決は New York 州法を適用している（Klein v. Auchincloss, Parker & Redpath, 436 F.2d 339 (3d Cir. 1971)）。第三巡回区裁判所は「10条b項に基づく訴権時効は、New York 州法民事訴訟手続法における、『民事責任を履行させるための訴えは、詐欺的行為のあった時から6年以内に限り、提起することができる』という規定が適用される」と説示した。

このように、いかなる時効規定を適用するかにつき、多大の混乱を招き、原告が自己に最も有利な判決を得られるように、法廷地を選択する裁判所漁りを助長することとなった（Loss, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION (Little, Brown & Co., 2d ed., 1988), at 992)。他方、被告は証拠収集などに関し、原告の主張に対する十分な防御手段の確保が困難となる危険性がある。

## 過当取引の民事責任（一）

その後、第三巡回区裁判所は初めて、Data Access Systems 判決において、10条b項の訴権時効に関し、州法上の規定ではなく、1934年証券取引所法の類似規定を適用した（In re Date Access Systems Securities Litigation, 843 U. S. 1537 (3d Cir. 1988)）。当該判決は、弁護士および公認会計士に対し、証券発行会社の書類に不実記載をしたことを原因とする損害賠償請求事例である。

Data Access Systems 判決は、「類似の州法規定を適用する方法は、訴訟を長引かせる結果となっている。それに対し、連邦証券諸法における類似規定の適用は、法の隙間を埋める有効なる手段である」と説示する。そして、「10条b項は他のいかなる州法よりも、9条e項に類似している。そこで、10条b項の訴権時効は当該規定に従うべきである」とした。

その後、株式募集に係る不実表示が問題となった Lamp 判決において、連邦最高裁判所は、「証券取引規制が投資家保護であることに鑑みれば、証券取引所法における明示的な私的訴権および黙示的な私的訴権とは、同じ規制に服すべきである」として、10条b項の訴権時効に関し、証券取引所法9条e項および18条a項規定を適用した（Lamp v. Gilbertson, 111 S. Ct. 2773 (1991)）。

一般的に、州法規定は証券取引所法9条e項および29条b項などの証券取引所法の類似規定よりも、時効により損害賠償請求権が消滅するまでの期間が比較的長い。そのため、被害者が過当取引の事実を発見した後、より迅速に民事責任を求める訴えを提起させるには、州法規定よりも9条e項における訴権時効の規定を適用する方がより効果的である。また、このことは法律関係の確定による証券取引の安全性の確保および濫訴の防止に寄与することになる。

これまで、裁判所が10条b項の訴権時効に関し、9条e項規定を必ずしも適用してこなかった背景には、過当取引の悪性を理由として、被害者たる原告に一定の有利な処置を講じる、裁判所の意図があった。しかし、連邦最高裁判所が Lamp 判決において示した見解は、その後の判例に多大の影響を及ぼしている。

- (26) Beam Distilling Co. v. Georgia, 111 S. Ct. 2439 (1991).
- (27) Plaut v. Spendthrift Firm, Inc., 115 S. Ct. 1447 (1995).
- (28) 栗山 修『証券取引規制の研究』（成文堂、1998年）151-154頁。

## 第二節 証券仲裁による紛争解決

### 1 証券仲裁の増加

証券業者による過当取引、リスク説明義務違反など、証券取引をめぐる紛争解決の手段として、民事訴訟以外に、全米証券業協会 (NASD)、New York 証券取引所 (NYSE)、American 証券取引所 (AMEX) といった自主規制機関 (SROs) による仲裁制度がある。近年、投資家と証券業者間の紛争は、仲裁制度による解決が極めて多い。<sup>(1)</sup>

1925年に、連邦議会は連邦仲裁法を制定し、当事者が将来の紛争に關し、仲裁による解決に合意していた場合、仲裁の法的効力を認めた。<sup>(2)</sup>その後、1968年に、NASD は仲裁手続規則を制定するなど、各SROは個別の仲裁規則を採択していたが、証券仲裁に関する法律的整備は十分ではなかった。

1975年の証券取引所法改正により、SECはSROsの仲裁に対する包括的な監督権を有するようになり、1976年に、SECはSROsの仲裁規則の統一を勧告した。そして、1977年には、投資家と証券業者間の証券取引に係る紛争の仲裁を規律する統一的な規則を作成するために、証券業仲裁会議 (SICA) が設立された。1978年に、SICA は統一仲裁規則 (Iniform Code of Arbitration) を制定し、その後、1989年に、改正統一仲裁規則がSECにより承認された。この規定が各SROの仲裁手続規則の基本となっている。<sup>(3)</sup>

証券仲裁を行っているSROsは10団体があるが、<sup>(4)</sup>米国仲裁協会 (AAA) においても実施されている。AAAはSECの監督を受けてはいないが、その仲裁規則は、SICAの統一規定に類似している。

しかし、AAAよりも、これまで仲裁費用が廉価であり、証券紛争に詳しい仲裁人が多い証券自主規制機関 (SROs) による仲裁が大半を占めてきた。なかでも、証券仲裁の80%以上は、NASDに申立られ、1年間における仲裁事件数は近年、5,000件から6,000件にのぼる。<sup>(5)</sup>

## 過当取引の民事責任（一）

### 2 仲裁協定の締結

投資家は証券会社で口座を開設し、証券取引を始める際に、証券業者との紛争が間で生じた場合、仲裁で解決する旨の「仲裁合意書」に署名することを、通常、証券業者から求められる。<sup>(6)</sup> 仲裁合意書には、次のような文言の仲裁条項が挿入されている。すなわち、

「連邦または州の法律により仲裁を強制できない場合を除き、私（顧客）の口座、私（顧客）のために行われる取引、または本条項もしくはその違反から生じるいかなる紛争も、NASD, NYSE, AMEX の理事会のうち、私（顧客）が選択するいずれかの組織の規則に従って、仲裁により解決されるものとする」

このような仲裁協定の締結は、顧客と証券業者間の証券紛争については、原則として仲裁に付きなければならず、顧客は、1934年証券取引所法規則 10(b)-5 違反などを理由として、連邦裁判所に訴えを提起できなくなることを意味する。<sup>(7)</sup>

投資家が口座開設契約を締結する際に挿入される「仲裁条項」に関し、現物取引では、大手証券会社よりも、中堅または小規模証券会社が仲裁条項を多く設定している。それに対し、信用取引契約およびオプション取引契約を行う際には、大手証券会社および中堅証券会社はほぼ例外なく仲裁条項を挿入している。<sup>(8)</sup>

投資家が証券会社との交渉により、仲裁条項を除外することは困難である。しかし、投資家が十分な情報をもとに仲裁協定に合意することができるように、証券業者は投資家に対し、①仲裁協定の締結により、裁判所に訴える権利が放棄されること、②仲裁が最終的解決であり、ディスクバリーも制限されること、③仲裁判断は法的理由および事実認定を要求されないこと、を事前に知らせることが求められる。<sup>(9)</sup>

仲裁事案の30%から50%は、最終的に、仲裁人の裁定前に当事者間の和解で解決が図られている。また、証券仲裁において、投資家が弁護士を代理人として選任したケースは、SROs で58%、A A A で93%にのぼ

る。そして、弁護士による代理が行われていた事案では、裁定金額の平均を上回る場合が、弁護士による代理が行われていない事案よりも多<sup>(10)</sup>い。なお、仲裁の申立人は、現実の損害額に加え、弁護士費用、仲裁費用、裁定前の利息を求め<sup>(11)</sup>ることができる。

仲裁人は、NASD または NYSE といった証券業界の関係機関のメンバーである業界仲裁人、および仲裁人就任時からさかのぼって、3年間は、証券業界と関係を有していないなどの要件を満たす公益仲裁人からなる。業界仲裁人は証券会社と関係を有する者であるから、証券業者に有利な判断がなされるのではいかという批判もあるが、後述するように、現実はずしもそうではない。NASD の手続規定によれば、①投資家が請求する額が2万5,000ドル以下の請求には、簡易仲裁として、業界仲裁人1名でよい、②2万5,000ドルを超える場合、3名の仲裁人が必要であり、そのうちの2名は、公益仲裁人でなければなら<sup>(12)</sup>ない。

### 3 仲裁協定の拘束力

#### (1) 拘束力の肯定

仲裁協定の拘束力については、これまで裁判を通じ争われてきた。すなわち、投資家と証券業者間に仲裁協定が締結されておれば、裁判ではなく、仲裁により紛争を解決しなければならないのか。また、訴えが提起されていた場合には、仲裁協定に基づき、当該訴訟手続を停止しなければならないのか。

当該問題に関し、1953年の Wilko 判決において、連邦最高裁判所は「将来の紛争を仲裁に付すという強制的な仲裁協定は、拘束力がなく、1933年証券法14条に違反して無効である」と述べ、「仲裁に関する合意がなされていても、証券法12条2号に基づく民事訴訟が提起された場合、仲裁に関する合意の内容ではなく、証券法12条2号により判断される」と指<sup>(13)</sup>摘した。

しかし、1987年の McMahon 判決において、連邦最高裁判所は、Wilko

## 過当取引の民事責任（一）

判決を否定し、証券取引に関する仲裁協定を肯定し、「連邦法の規定に基づき訴えが提起されている場合でも、投資家と証券業者の間に、仲裁に関する合意があれば、当該合意により紛争は解決される」とした。<sup>(14)</sup>

すなわち、仲裁裁定は最終的であり、当事者を拘束することになり、顧客は裁判所で救済を求める権利を放棄しなければならない。そのため、証券業者はその旨を顧客に口座を開設する際に、告知する必要がある。その後、1989年の Rodriguez 判決においても、連邦最高裁判所は、Wilko<sup>(15)</sup> 判決を否定している。

### (2) 懲罰的損害賠償の付与

1995年の Mastrobuono 判決において、連邦最高裁判所は、仲裁人が懲罰的損害賠償を命じることを認め<sup>(16)</sup>た。仲裁協定の多くは New York 州の法律を準拠法として選択している。1976年の Garrity 判決において、New York 州最高裁判所は、「当事者が合意をしても、仲裁人は懲罰的損害賠償を命じる仲裁判断をなす権限を有しない」と判示<sup>(17)</sup>した。Garrity 判決ルールの適用に関しては、巡回区裁判所の見解は別れてい<sup>(18)</sup>た。

Mastrobuono 判決において、連邦最高裁判所は、「本件では、証券取引の紛争が生じた場合、New York 州の法律を準拠法として選択している。このことから直ちに、仲裁による懲罰的損害賠償が認められないとは言えない。また、本件の仲裁合意書は『仲裁人が懲罰的損害賠償を命じることはできない』とはしていない」と説示した。そして、「仲裁合意書において、仲裁による懲罰的損害賠償が認められるとの合意が当事者間にあると解しうる場合、仲裁人が懲罰的損害賠償を命じることができると判断した。」

### (3) 最高裁判決の影響

これら最高裁判例の影響により、1980年には証券自主規制機関に提起された仲裁件数は、830件であった。しかし、近年では前述したように、NASD に仲裁が提起される件数だけで、約7倍の増加を示している。

最高裁判所は仲裁協定の有効性を認めるに至ったが、仲裁協定が常に有効とされるわけではない。連邦仲裁法は、①仲裁の合意が、契約の取消の理由となるような、詐欺に基づき生じた場合、②仲裁人の公平性が欠如した場合、③法律の軽視が明らかな場合には、仲裁裁定無効確認の訴えを裁判所に提起することができるとしている。また、NASDおよびNYSEは、1992年に規則を改正し、証券クラスアクションは仲裁の対象にならないこととした。<sup>(19)</sup>

#### 4 仲裁制度の長所

顧客と証券業者間の強制的な仲裁協定が連邦最高裁判決において有効とされてから、仲裁制度の長所と短所が議論されている。まず、長所として、①仲裁による紛争解決は、訴訟による解決よりも、コストが少なく、迅速であり、効率的である、②仲裁に付された事件のうち、少なくとも約60%の比率で損害賠償責任が認められており、仲裁制度は必ずしも証券業者に有利とはいえない、③仲裁人は問題となっている紛争に関する専門家および当該紛争になんらかの関係をもつ者であるから、妥当な判断が下される、④仲裁人の裁定は権限を超えたものでないかぎり、<sup>(20)</sup>覆されることはない、などを挙げることができる。

例えば、仲裁制度の効率性について、証券仲裁は平均して6ヵ月から1年以内に終了している。とりわけ、仲裁件数の多いNASDにおいて<sup>(21)</sup>は、仲裁処理所要日数の平均は近年、11ヵ月から12ヵ月となっている。

証券訴訟の場合は、3年以上の期間を要することが多く、証券仲裁は証券訴訟の約3分の1の費用ですむといわれる。また、NASDは50市に、NYSEは30市に常設仲裁人名簿をもっており、各当事者の合意により、いかなる場所でも審理がなされる。

さらに、裁判との比較では、仲裁制度には以下のような長所がある。すなわち、①裁判手続とは異なり、仲裁の審理手続は、一般に当事者、その代理人、仲裁人の都合に合わせて行われる、②仲裁人名簿は通常、

## 過当取引の民事責任（一）

証券取引に関する専門家により構成されるが、裁判における陪審はそうではない、③SROsは、会員が履行すべき仲裁判断の執行に協力的であり、仲裁判断を履行しない場合、SROsから除名することが可能である。そのため、仲裁は、判決の場合における執行の困難さおよび費用の問題を回避できる。<sup>(22)</sup>

### 5 仲裁制度の短所と規則改正

他方、仲裁制度の短所として、①投資家と証券業者との関係において、強制的な仲裁制度は、低コスト、迅速、非公式であるが、常に仲裁人が公平な裁定をするとは限らない、②ブローカーによる不適切な推奨を原因とする損害賠償請求に関し、投資家が仲裁で問題になっている取引の前後に、他のブローカーと同様な取引をした場合、投資家の請求は認められにくい、③強制的な仲裁制度は判例法の発展を妨げる、④仲裁の申立期間は紛争が生じてから6年以内であり、6年を過ぎれば仲裁を申し立てることができない、などがある。<sup>(23)</sup>

当該批判により、仲裁制度は様々な改正を行い、1989年に、SROsは統一仲裁規範を改正した。また、1992年には、連邦会計検査院（GAO）は、仲裁の場合、再審査手続がないので、プロセスの公正性を確保するため、以下のような改善事項を、仲裁機関の監督者であるSECに勧告した。

すなわち、①仲裁人の選定に係る正式基準を制定すること、②仲裁人候補および仲裁人から提出を受けている情報について裏付調査を行うこと、③仲裁プロセスにおいて仲裁人が仲裁を適切に運営しているかを検証すること、などである。<sup>(24)</sup>

また、1996年に、ルーダー元SEC委員長を座長とする「仲裁政策タスクフォース」が報告書を提出した。当該報告書は仲裁制度に一定の評価を示しつつ、NASD理事会に、仲裁制度の改善勧告を示した。<sup>(25)</sup>

勧告内容は、例えば、①紛争の原因となった事件から6年が経過した場合、仲裁申立の資格はなくなるとする「6年適格ルール」を3年間停

止する、②公益仲裁人が1名ですむ簡易仲裁の損害賠償請求金額の上限を1万ドルから3万ドルとする、③仲裁における懲罰的損害賠償の請求金額の上限を、損害額の二倍または75万ドルのいずれか低い方とする、③簡易仲裁に付す請求金額の上限を1万ドルから3万ドルに引き上げる、④情報収集のためのディスカバリーに関する改善、などからなる。

仲裁制度の改善勧告を受け、NASDは、事前仲裁契約に関する規則を以下のように改正した。①証券会社が顧客勘定を開く際に利用する事前仲裁合意について、一層の開示を行うこと、②事前仲裁合意規定のコピーを提供し、要請に応じて仲裁機関の情報を与えること、③準拠法の利用に関する一定の制限を加えること、④投資家が請求する額が2万5,000ドル以下の事案では、簡易仲裁として、業界仲裁人1名でよいとした。

なお、1999年10月に、NASDは、5万ドルから20万ドルまでの損害賠償請求に関し、当事者の合意を条件として、迅速かつ廉価な単独仲裁人による仲裁手続を申請している。5万ドルから20万ドルまでの損害賠償請求に関する当該規定案では、懲罰的損害賠償を求めることはできない。<sup>(26)</sup>

他方、NYSEの改正仲裁規定は、1999年11月に施行された。その内容は、①株主代表訴訟の仲裁からの除外、②仲裁人に対し、その決定に従わせるための適切な行動をとるための権限の付与、③仲裁人選任に関する通知内容の増加、④ファクシミリあるいは他の電子的手段による仲裁判断の送達、⑥仲裁の迅速処理のため、自主的に、紛争に関連する特定の書類および情報の交換に協力する、⑦50万ドル以上のすべての事案に対する仲裁管理会議の義務づけ、<sup>(27)</sup>などである。

## 5 訴訟との認定基準の相違

1995年証券民事訴訟改革法の制定により、投資家が損害賠償請求権を行使できる要件が厳格になり、<sup>(28)</sup>また、近年の連邦最高裁判決が投資家側に不利な判決を下している事例もみられる。そのため、連邦証券法に基

## 過当取引の民事責任（一）

づき連邦裁判所に提起をすること、または州証券法に基づき州裁判所に提起をすることが必ずしも投資家に有利な結果を導くものとはいえずなっている。

SROsによる仲裁は、連邦裁判所とは異なり、先例に拘束されず、独自のSRO規則、商慣行または「衡平と公正」という基準により、裁定が行われる。例えば、1934年証券取引所法規則10(b)-5に基づき、過当取引または不実表示を原因とする損害賠償請求訴訟では、投資家は証券業者側の「欺罔の意図」要件を立証する必要がある。しかし、仲裁の場合、投資家は証券業者の単なる過失を根拠に請求することが可能である。<sup>(29)</sup>と<sup>(29)</sup>りわけ、証券業者が過当取引をした場合、仲裁においては、裁判のように様々な事由の立証が要求されないため、投資家は一般に損害賠償を得る可能性が高い。<sup>(30)</sup>

NASDおよびNYSEなどのSROsの規則違反が、独立した訴訟原因となるかについては、必ずしも連邦裁判所の見解は一致しておらず、否定的な立場をとる判決も少なくない。<sup>(31)</sup>しかし、仲裁においては、SROsの規則違反に基づき、投資家の損害賠償請求を認めている。

仲裁の申立事由としては、リスク開示および説明義務違反、無断売買、適合性原則違反、過当取引などが多い。顧客は、ブローカー個人またはブローカーを雇用している証券会社に対し、信認義務違反または監督義務違反を理由に損害賠償を請求している。仲裁人は仲裁合意書の内容に従い、ブローカーおよび証券会社に対し、<sup>(32)</sup>適切な救済を投資家になすように命じて紛争を処理している。

具体的事例を概観すれば、<sup>(33)</sup>Peterzell, Joel and Charles Schwab & Co. 事件では、証券会社の従業員が顧客の財産状況に照らし、不相応な取引を行わせ、損害を被らせた。NASDの仲裁委員会は、「同社のコンプライアンス部（法令遵守監督部）は、顧客が示した資産および年齢に鑑み、これら取引が適合していないことを認識すべきであった。適合性原則は継続的に遵守されなくてはならず、証券会社は、取引内容と顧客の適合

性について、継続的な監督を怠った」として、適合性原則違反に基づき、顧客の損害賠償請求の一部を認め<sup>(34)</sup>た。

また、Trans National Group Services, Inc., and Paine Webber Inc. 事件では、十分な投資経験および知識、財産を有する顧客に対し、証券業者がオプション取引を行わせ、多大の損害を被らせた。NASD の仲裁委員会は、「顧客と証券業者とは信頼関係にあり、顧客はオプション取引に関する SROs 規則および証券業者の社内規則に明記する監視を合理的に期待していた。また、証券業者は取引のリスク開示を怠<sup>(35)</sup>った」として損害賠償請求の一部を認めている。

近年の仲裁事例では、民事訴訟よりも、証券業者にリスクなどに関する情報提供義務違反および適合性原則違反に係る民事責任を広く課している。そして、取引が顧客に適合していないと認識した時点で、「当該取引を断念させる義務」を証券業者に負<sup>(36)</sup>わしている。適合性原則違反については、取引の損失が拡大し、顧客が一連の取引に適合しなくなった時点で、取引を断念させるという、継続的な監視義務を証券業者に課している。リスク説明義務および適合性原則の遵守義務に対する責任の拡大は、過当取引に対する証券業者の責任をより重いものとしている。

## 6 調停制度の奨励

NASD の仲裁制度は、1998年度では、610万ドルの赤字となっている。そのため、NASD は、SEC に料金改定の申請をして、1999年2月に承認された。仲裁申立時の審理予納金が平均50%増しとなり、仲裁人報酬も主任仲裁人475ドル、他の仲裁人400ドルとなった。この結果、NASD による仲裁費用は、AAA による仲裁費用を上回ること<sup>(37)</sup>となった。

その結果、仲裁と調停を組み合わせる手法が今後は、多くなるだろうと予想されている。現実には、当該手法は、SROs においても利用率は高まっている。調停は、仲裁と異なり、拘束力はなく、証拠調べのための審理は行われ<sup>(37)</sup>ない。

## 過当取引の民事責任（一）

しかし、NASDの子会社であり、仲裁の事務局である、NASD Regulation, Inc. (NASDR) は、調停の利用を積極的に奨励している。その理由として、①非公式で対決姿勢が少ない、②仲裁または訴訟への道が残されており、仲裁手続きのいかなる段階でも調停を行うことができる、③大部分は1日で、また仲裁申立前に解決されることが多い、④廉価な費用、⑤早期解決および廉価な費用が取引関係の継続を強める、⑥秘密性の高さ<sup>(38)</sup>、⑦リスクの低さ、などの理由を指摘している。

このように、米国では証券取引をめぐる紛争処理制度として、仲裁が活発に利用されており、SECの主導により、その手続規定が整備されてきた。しかし、申立件数の急増から、SROsが負担する仲裁に係るコストも増大した。そのため、仲裁よりも簡易な調停制度の整備が進められることになるであろう。

- (1) 米国では、仲裁事件件数は、証券取引をめぐる紛争以外に、様々な領域で増加している (Hirshman, *The Second Arbitration Thology: The Federalization of Arbitration Law*, 71 Va. L. Rev. 1305 (1985)).
- (2) McLaughlin, *Arbitrability: Current Trends in United States*, 59 Alb. L. Rev. 905, 906 (1996).
- (3) Lowenfels & Bromberg, *Securities Industry Arbitration: An Examination and Analysis*, 53 Alb. L. Rev. 755 (1985).
- (4) 証券仲裁を行っている SROs は、NASD, NYSE, AMEX, MSRB (Municipal Securities Rulemaking Board), BSE (Boston Stock Exchange), CBOE (Chicago Board Options Exchange, Inc.), MSE (Midwest Stock Exchange), CSE (Cincinnati Stock Exchange), PSE (Pacific Stock Exchange), PHLX (Philadelphia Stock Exchange) がある。
- (5) 1996年が5,631件、1997年が5,997件、1998年が4,938件、1999年が5,199件(1月から11月)にのぼっている (澤井 啓「欧米のADR最新事情(10・完) JCAジャーナル47巻3号45頁)。
- (6) 栗山 修『証券取引規制の研究』(成文堂、1998年) 193頁。
- (7) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、1999年) 204頁。
- (8) Mundheim, *The Desirability of Punitive Damages in Securities Arbitration: Challenges Facing the Industry Regulations in the Wake of*

- Mastrobuono*, 144 U. Pa. L. Rev. 197, 202 (1995).
- (9) 金 祥洙「アメリカにおける証券取引をめぐる紛争と解決」法政論集(名古屋大学)147巻351頁。
- (10) 菊地鋼二「米国における証券仲裁制度の現状」証券業報560号150-151頁。
- (11) 金 祥洙・前掲注(9)358頁。
- (12) NASDR, Code of Arbitration Procedures (1999).
- (13) Wilko v. Swan, 346 U. S. 427 (1953).
- (14) Shearson/American Express v. McMahon, 482 U. S. 220 (1987).
- (15) Rodriguez De Quijas v. Shearson/American Express, 490 U. S. 477 (1989).
- (16) Mastrobuono v. Shearson Lehman Hutton, 115 S. Ct. 1212 (1995).
- (17) Garrity v. Lyle Stuart, Inc., 353 N. E. 2d 793 (1976).
- (18) 栗山 修・前掲注(6)201頁。
- (19) 黒沼悦郎・前掲注(7)206頁。
- (20) Mundheim, *The Desirability of Punitive Damages in Securities Arbitration: Challenges Facing the Industry Regulators in the Wake of Mastrobuono*, 144 U. Pa. L. Rev. 197, 202-203 (1995).
- (21) 澤井 啓・前掲注(5)45頁。
- (22) 金 祥洙・前掲注(9)344頁, 352-353頁。
- (23) Steinberg, *Securities Arbitration: Better for the Investors than the Courts?*, 62 Brook. L. Rev. 1503, 1506 (1997), 金 祥洙・前掲注(9)354頁。
- (24) 菊地鋼二・前掲注(10)151頁。
- (25) Reactions to Ruder Report, *Securities Arbitration Commentator*, Vol. VIII, No. 1.
- (26) 澤井 啓・前掲注(5)49頁。なお、懲罰的損害賠償の上限については、まだ決定されていないようである。
- (27) 澤井 啓・前掲注(5)51頁。
- (28) 1995年証券民事訴訟改革法によれば、例えば、クラス・アクションの原告に関し、裁判所は訴訟に最も大きな経済的利害を有する者を指導的原告として指名し、当該原告が代理人を選任するという仕組みを採用した。しかし、裁判所が認める場合を除き、3年間に5回を超えて指導的原告になることはできない(黒沼悦郎・前掲注(7)133-134頁)。
- (29) アンドリュウ・M・パーデック『証券取引勧誘の法規制』(商事法務研究会, 2001年) 87頁。
- (30) 金 祥洙・前掲注(9)353頁。

## 過当取引の民事責任（一）

- (31) 第一章第一節および第四節を参照。
- (32) 栗山 修『証券取引規制の研究』（成文堂，1998年）194頁。
- (33) パーデック・前掲注(29)88-89頁。
- (34) In re Peterzell, Joel and Charles Schwab & Co., NASD Case No. 88-0268 (June 17, 1991).
- (35) In re Trans National Group Services, Inc., and Paine Webber Inc., NASD Case No. 91-00770 (June 30, 1992).
- (36) パーデック・前掲注(29)91頁。
- (37) 澤井 啓・前掲注(5)47-48頁。
- (38) 澤井 啓・前掲注(5)47頁。

### 第三節 支配を及ぼす者の責任

#### 1 支配者の責任の根拠

##### (1) 支配者の責任の規定

ブローカーの活動を管理および監督する立場にある証券会社は、ブローカーが業務の過程でおこした不法行為により、損害を被った投資家に対し、1934年証券取引所法20条 a 項に基づき、支配者 (control person) として補償的損害賠償の責任を負う<sup>(1)</sup>。それ故、ブローカーによる過当取引を原因とする損害賠償請求において、当該ブローカーを雇用し、ブローカーに支配を及ぼす証券会社は、民事責任を負うことになる。

証券取引所法20条 a 項は、以下のように規定する。「本法またはこれにもとづく規則の規定によって責めを負う者を直接または間接に支配する者は、当該被支配者が責めを負う者に対して、被支配者と同一の程度において、連帯して責めを負うものとする。ただし、その支配する者が善意により行動し、かつ、当該違反または当該訴訟の原因となる行為を、直接または間接に誘引したのではなかった場合は、この限りではない」

当該条項は、第一次違反行為者だけでなく、当該行為者を支配する者に、利害関係人として二次的責任を課している。すなわち、現実にブローカーを支配する者が当該ブローカーを通じて、連邦証券諸法に違反する行為をさせた場合<sup>(2)</sup>、または第一次違反行為者に現実的または潜在的な

支配権を有する者は、ブローカーの不法行為により損害を被った投資家に対し、損害賠償をしなければならぬ<sup>(3)</sup>。

ただし、「支配する者が善意により行動し、かつ、当該違反または当該訴訟の原因となる行為を、直接または間接に誘引したのではなかった場合は、この限りではない」と規定しているように、支配者が「誠実性」および「誘引の欠如」を立証すれば、免責されることになる。

すなわち、支配者が責任を負うためには、違反行為に関与したことは必要ではなく、誠実性および誘引の欠如といった積極的抗弁が成立した場合にのみ、支配者の責任が否定される。とりわけ、誠実性の抗弁に関しては、支配者が被支配者の行為による経済的利益を獲得した事実、支配者の経営方針が被支配者に違反行為をする気にさせた程度、監督制度の確立および当該制度の執行、原告と支配者との関係などが考慮される<sup>(4)</sup>。

Hollinger 判決において、第九巡回区裁判所は、証券取引所法20条 a 項に基づき、「証券会社は、従業員であれ、独立契約人であれ、登録外務員の違反行為に対し、支配者としての民事責任を負う」と指摘した<sup>(5)</sup>。

しかし、20条 a 項は支配者が支配権を現実的に行使していることまでを要求しているのか、必ずしも明確ではない。当該規定の立法以前の事例である、Handy & Harman 判決において、連邦最高裁判所は、「支配する法的な資格および支配できる執行力を有しているか」を問題とした。そこで、下院議会は証券取引所法20条 a 項の制定に際し、報告書において、Handy & Harman 判決を引用したうえで、「支配という言葉は、法的に支配を執行できることを指すだけでなく、現実的な支配を含むものである」と指摘する<sup>(6)</sup>。このように、議会の意図としては、「支配者が被支配者に対し支配権を有し、現実的に支配していること」が、証券取引所法20条 a 項に基づく支配者責任を課すうえでの重要な要素と考えられる。

## 過当取引の民事責任（一）

### (2) 判例の種類

証券取引所法20条a項における支配者概念は必ずしも明確ではなく、責任が課される支配者の範囲および認定基準に関し、連邦裁判所間においても見解が分かれている。そこで、判例を概観すれば、支配者概念は以下のような変遷を辿ってきた。

#### ① Moerman 判決基準

第2巡回区裁判所は、「取締役として行為する者は必然的に会社を支配している」と説示する<sup>(7)</sup>。当該基準は取締役または役員であれば、支配者として自明の責任があるとする「身分による支配」説であり、取締役および役員に対し、極めて広範な責任を課している。

しかし、身分による支配説は必ずしも広範な支持が得られず、以後の判例はより具体的な事実関係に基づき、支配者の責任を認定している。

#### ② Rochez 判決基準

第3巡回区裁判所は、「被告が被支配者による詐欺行為に『有責的な参加』をしていなければ、支配者責任を課されることはない」と説示する<sup>(8)</sup>。しかし、「有責的な参加」基準に対しては多数の批判がある。

例えば、Metge 判決において第8巡回区裁判所は、「証券取引所法20条a項は『有責的な参加』について全く規定していないにもかかわらず、Rochez 判決基準によれば、原告は支配者による『有責的な参加』要件を立証しなければならない。また、当該基準は支配者の責任と一次的違反行為者の責任との境界を曖昧にする」と述べる。

さらに、「被告たる支配者が少しでも有責的な参加をすれば、被告は誠実性および誘引の欠如を立証することができなくなる」という批判がある<sup>(9)</sup>。

#### ③ G. A. Thompson 判決基準

第5巡回区裁判所は、支配者として認定されるには、「被告が会社の方針に、直接または間接的に、支配または影響を与えることができるに必要な権限を有しているかどうか」であり、「権限を行使したか否かは問

題ではない」と指摘した。<sup>(10)</sup>本判決は次の Metge 判決とともに、多数の裁判所が引用をしている。

④ Metge 判決基準

第8巡回区裁判所は、支配者の認定に関し二段階の基準を示した。<sup>(11)</sup>第一に、会社の運営全般に現実に参加していたこと、第二に、主たる違反行為の基礎をなす特定の取引または行為を支配する権限を有していたこと、である。

当該基準は、支配者としての責任を求めるためには、「被告が特定の違法行為に対する支配権限を現実に行使したことを立証する必要はない」とする。被告が違反行為を指図した事実を立証する必要はなく、「違反行為に何らかの影響」を与えた程度にとどまる。

しかし、「被告が会社の経営全般に現実に関わっていたか」が問題となり、原告は被告たる支配者が第一次違反行為者の行為全体に対する支配を現実に行っていたかを立証しなければならない。Metge 判決基準は、支配者責任に関し多数の判例に影響を与えた。

⑤ Brown 判決基準

第11巡回区裁判所は、Metge 判決および G. A. Thompson 判決を検討した上で、「証券諸法違反が為された当時、第一次違反行為者の業務全般を支配する権限を有し、結果的に第一次違反行為者の特定行為に、直接または間接的に、支配または影響を与えることができるに必要な権限を有していたならば、証券取引所法20条 a 項に基づく支配者責任を有する」と説示した。<sup>(12)</sup>

Brown 判決基準は、Metge 判決基準を念頭に置いているが、全面的には肯定していない。Metge 判決と異なり、Brown 判決は「業務全般に係る支配権」を有し、「第一次違反行為者の特定行為に影響を与えることができるに必要な権限」を有していたかを基準とする。しかし、「会社の運営に現実に参加し、第一次違反行為者の行為全般に対する支配を現実に行っていたか」に関しては、明確に述べてはいない。

## 過当取引の民事責任（一）

第11巡回区裁判所が示した Brown 判決基準は、行為者の業務全般に対する支配権の現実的行使の有無ではなく、被告が有する「支配権限自体」に焦点を当てている。そのため、「第一次的違反行為者に潜在的な支配可能性を有するがために、被支配者の行為から生じた投資家の損失に対し、支配者を投資家の保険者とすることになる」という批判がある<sup>(13)</sup>。1934年証券取引所法は投資家保護を目的とするが、正当な企業活動を干渉するものではない。Brown 判決は、支配権限を有している者の責任をより広範なものとし、過当取引の被害者に対する補償を実現するため、第一次違反行為者に直接的または間接的に支配権限を及ぼしうる場合、支配者の責任を課している。

### 2 懲罰的損害賠償の負担

前述したように、ブローカーの活動を管理および監督する立場にある証券会社は、当該ブローカーが業務範囲内でおこした不法行為により、損害を被った投資家に対し、支配者として補償的損害賠償の責任を負う。では、懲罰的損害賠償に関してまで、支配者はその責任を負うべきであるのか。

ブローカーと信認関係にある投資家が、当該ブローカーが行った過当取引により損害を被った場合、それらは証券取引所法10条b項および規則10(b)-5違反であることを理由に、支配者たる証券会社に対し、証券取引所法20条a項の適用は可能である。しかし、懲罰的損害賠償の認定は州法に基づくことから、支配者が負う懲罰的損害賠償に対する責任もまた州法上の問題となる。

州によっては、懲罰的損害賠償に対し、証券会社の支配者責任を積極的に認めているところもある。例えば、Barbier 判決<sup>(14)</sup>においては、New York 州法の慣行により懲罰的損害賠償の負担に関し、ブローカーに対しては80%が、証券会社に対しては20%が割り当てられている。

ただし、各州の見解は必ずしも一致しているわけではない。「ブローカ

一が懲罰的損害賠償に対し責任がある場合はいつでも、支配者は懲罰的損害賠償の責任を負う」とする見解と、いわゆる共犯ルールに基づき、「支配者は、『支配者が、ブローカーの活動に積極的に関与した』と結論づけることができる理由がある場合にのみ、懲罰的損害賠償に対する責任を負う」とする見解に大別される<sup>(15)</sup>。

過当取引において、証券会社は雇用しているブローカーが稼いだ手数料を収入とし、当該手数料に基づきブローカーに賃金を支払っている。そのため、証券会社は、ブローカーによる過当取引をやめさせる気もなく、むしろ、より巧妙な方法で過当取引をブローカーに行わせたいと思っているかもしれない。ブローカーが顧客の口座を支配し、より頻繁な証券取引をさせればさせればほど、証券会社はより多くの利益を獲得することができる。それ故、証券会社に対する懲罰的損害賠償は認められるべきである、という主張がある<sup>(16)</sup>。

これに対し、懲罰的損害賠償の負担における支配者の責任に関し、否定的な学説もある。当該学説は以下の理由から、証券会社に懲罰的損害賠償を課すことは、市場を非効率的なものへと導く結果となる、と主張する<sup>(17)</sup>。

第一に、懲罰的損害賠償がなくとも、証券会社は過当取引により獲得した手数料および信用供与に係る金利などの利益を吐き出すことに加え、原告たる投資家が被った運用損（実損）の賠償を命じられることがある。また、過当取引に係るほとんどの判例において、裁判所は特に過度の取引から生じた手数料だけでなく、被告会社の問題となったブローカーが関与した一連の取引が行われた期間に、原告たる投資家が支払った全手数料の返還を証券会社に命じている。このように証券会社が獲得した全手数料および金利という利益の吐き出しだけでなく、原告が被った運用損の賠償を命じられることの可能性は、証券会社が法を遵守することにより、自らを取り締まる十分な誘因となるものである。

第二に、過当取引の発覚は証券会社の社会的信用および評判を害し、

## 過当取引の民事責任（一）

過当取引により手数料利益を稼ぎ出す以上に、より多くのを失う結果となる。それ故、証券会社が、ブローカーに過当取引をさせようとする合理的理由は見出しにくい。また、管理面における単なる過失は、支配者に対し懲罰的損害賠償を課すことの十分な根拠とはならない。

しかし、証券会社がブローカー個人が行った過当取引に対し、積極的な関与をしていなくとも、「過当取引が行われていたこと」を全く認識していなかったとは考えにくい。また、立証が困難な過当取引の被害に対する補償的損害賠償が手数料などの獲得利益の吐き出しで済むのであれば、証券会社が過当取引に関与する誘因は増大するであろう。さらに、ブローカー個人に過大な懲罰的損害賠償が課された場合、現実的に支払いが可能であるのか、という問題もある。証券会社に懲罰的損害賠償を負担させることは、懲罰的損害賠償の支払を現実化させ、過当取引に対する抑止的効果を高めるものと思われる。

- (1) Booth, *Damages in Churning Cases*, 20 S. R. L. J. 3, 21(1992).
- (2) 栗山 修「米国連邦証券関係法における支配を行う者の責任に関する最近の動向」産大法学（京都産業大）29巻2号100頁
- (3) 今川嘉文「支配者概念と民事責任」商事法務1572号34頁, 36頁。
- (4) 牛丸與志夫「アメリカ合衆国の証券諸法における支配者の責任」インベストメント（大阪証券取引所）1998年12月号11頁。
- (5) *Hollinger v. Titan Capital Corp.*, 914 F. 2d 1564 (9th Cir. 1990).
- (6) H. R. Rep. No. 73-1383, at 26.
- (7) *Moerman v. Zipco, Inc.*, 422 F. 2d 871 (2d Cir. 1970).
- (8) *Rochez Bros. v. Rhoades*, 527 F. 2d 880 (3d Cir. 1975).
- (9) *Bregenzer, The Eighth Circuit and Secondary Liability Under the 1933 and 1934 Securities Act—Metge v. Baehler*, 19 Creighton L. Rev. 887, 930 (1986).
- (10) *G.A. Thompson & Co. v. Partridge*, 636 F. 2d 945 (5th Cir. 1981).
- (11) *Metge v. Baehler*, 762 F. 2d 621 (8th Cir. 1985), *cert. denied*, 474 U. S. 1057 (1986).
- (12) *Brown v. Enstar Group, Inc.*, 84 F. 3d 393 (11th Cir. 1996), *cert. denied*, 117 S. Ct. 950 (1997).
- (13) *Turner, Brown v. Enstar Group, Inc.: The Eleventh Circuit Opens*

*The Door For Expensive Controlling Person Liability Under The 1933 And 1934 Securities Acts*, 32 Ga. L. Rev. 323 (1997).

- (14) *Barbier v. Shearson Lehman Hutton, Inc.*, Fed. Sec. L. R. (CCH) ¶96,290 (1991).
- (15) Booth, *supra* note 1, at 21-22.
- (16) *Pacific Mut.Life Ins. Co. v. Haslip*, 111 S. Ct.1032 (1991). Hyman, *Churning in Securities: Full Compensation for the Investor*, 9 U. Day. L. Rev. 1, 25 (1983).
- (17) Booth, *supra* note 1, at 23-25.