

不実表示と投資者の注意義務

森 田 章

はじめに

- 一 問題の所在
- 二 過失による不実表示
- 三 悪意による不実表示
おわりに

はじめに

投資者とは何であるのか。たとえば消費者とはどこが違うのか。そして、投資者保護とはどのようなものであるべきか、というような問題について若干の考察をしたことがある。⁽¹⁾それによると、投資者とは、投資対象の物の現実の支配をせず、自己の資金を共同事業に投資し、第三者の努力のみによって利益を期待することとなる契約等を締結する者だといえよう。そうだとすると、外国の通貨の先物取引をする者は、第三者の努力によって利益を期待

不実表示と投資者の注意義務 森田

するのではないし、共同事業に投資したのでもないから、投資者だとはいえない。これは、米国の考え方であって、通貨の先物取引オプション契約については証券の概念を用いられるが、先物取引それ自体は証券でない。⁽²⁾

これに対して、イギリスにおいては、通貨の先物取引オプションだけでなく、通貨の先物取引それ自体も投資商品に含められている。⁽³⁾これは、投資商品を広く把握して、統一的な投資者保護を一つの法律によって実現しようとしているからである。商品先物取引であれ、証券取引であれ、投機性を有する取引である点においては共通するものがあり、これらをわが国のように二本立ての法律で別々に規制する法制度のもとでも、規制の原理は似かよったものとなっているといえよう。したがって、投資取引に特有の私法原理もまた似るはずである。ただし、私見では、証券取引法こそが投資者保護の基本法となるべきではある。⁽⁴⁾

ところで、この通貨の先物取引に関連する最近の興味深い判決がある。大阪地判昭和六二年一月二十九日である。⁽⁵⁾原告は、銀行からインパクト・ローンにより借入れを受けた会社であり、被告は右ローンを貸付けた銀行である。インパクト・ローンとは、外国為替公認銀行が居住者に対して行なう用途制限のない外貨貸付をいう。企業がインパクト・ローンを導入する動機としては、①輸出契約による外貨債権を保有している企業の為替リスクのヘッジ、②外国通貨により金利は異なるが、単純な金利比較だけではなく、当該通貨の為替相場により、実質的な金利が確定することとなり、資金調達の多様化の一手段となる、ことが指摘されている。⁽⁶⁾もちろん、インパクト・ローンによる借入れの場合、外貨債権もなく、先物予約もしないときは、借入金利は表面金利のままであり、また為替リスクがそのまま残り、差損または差益が発生する。

銀行としては、借入通貨が外貨であるがため、為替リスクが常に伴うというインパクト・ローンの性質を考慮すれば、インパクト・ローンに習熟している顧客で、かつ、顧客からの申出によらない限り、為替リスク回避のため先物為替予約をセットしたインパクト・ローンを勧奨すべきである、との立場もある。⁽⁷⁾ たしかに、銀行が貸付先に對してリスクの高いものを勧奨するのは、相手方がたとえ会社であっても、これまでのわが国の風土からして、あるいは適切を欠くものだといえるかもしれない。しかし、銀行は、すでに国債の窓販を行うなど投資商品を扱いはじめていたのであって、為替リスクの投機性のある貸付をなすことは、少なくとも相手方が会社であるような場合は、そのこと自体が否定されてしまふべきものとはいえない。銀行の扱うものはすべて安全というわけには行かなくなつてきていることを認識すべきである。⁽⁸⁾

右の事例においては、為替の先物予約をつけないことによる投機性を原告会社は利用したように思う。つまり、ローンの返済までの為替相場の変動次第により、返済額が少なくなり、または増大するというリスクをテイクした結果となつている。返済額が増大してしまつたから銀行に對して責任をとつてくれというのは虫がよすぎる。銀行としては、このような場合に責任を負うべきでないとしても、その論理はどのようになるのか、興味をそそられる。

投資商品の取引、その典型として証券取引における投資者保護との比較によつて、右の事例における民事責任を検討することが有益なように思われる。銀行は、リスクを含む取引を行うときは、顧客に對して、当該リスクの性質を説明し、顧客がリスクの範囲を判断しうる地位につくようにすべきである。右の事例では、銀行は顧客に對し

てインパクト・ローンを説明しているのである。しかし、原告会社は、「よくわからなかった」と主張し続けることによって救済を受けたのである。これは、どうもおかしいように思う。顧客の側には注意義務がないのかについて、私は強い疑問を抱きはじめてのである。つまり、右の判例の存在を知ることによって、投資者の注意義務という問題を解明したくなったのである。

そこで、本稿では、米国法を検討しながら、不実表示の民事責任を追及する場合の原告の注意義務について、若干の考察を試みたいと思う。

- (1) 拙稿「投資者保護の基本原則」民商法雑誌九四巻一号三〇頁。
- (2) 拙稿・前注四一頁。
- (3) Financial Services Act of 1986, Schedule 1, pt1 7 (Options) and 8 (Futures).
- (4) 拙稿「抵当証書と投資者の保護」NBL三六二号三六頁において、他の業法等において当該投資商品の保護が十分にはかられる場合は、その範囲で証券取引法の適用除外が認められればよい、と指摘したし、このことの具体例としては、変額保険を例にとつて論じた。「変額保険・変額年金と投資者保護」神戸学院法学一六巻三・四号一二二頁以下、参照。
- (5) 金融法務事情一一四九号四四頁。
- (6) 上野II石毛II四宮「インパクト・ローンの仕組みと実務」金融法務事情九九五号三一五頁。
- (7) 井口ほか「インパクト・ローンの担保・管理実務と法的対応策」金融法務事情九九五号四二頁。
- (8) 顧客が為替リスク負担を覚悟している場合は、銀行としては先物予約なしのインパクト・ローンの貸付を拒否する理由もないはずである(前注四二頁参照)。銀行の国債の取扱いに関しては、銀行等の証券業務に関する省令八条参照。

一 問題の所在

(1) 投資者に対する情報開示

投資者保護の基本哲理がどのようなものであるべきかについては、別稿にて論じたところである。⁽⁹⁾

投資には、必ずリスクが伴う。投資者はこのことを認識すべきであって、詐欺や窃盗などについての一般法を超えた特別の保護を期待すべきではなく、失敗した場合は自己の怠慢だとする考え方があろう。レッセ・フェール主義を厳格に投資についてあてはめるところなる。

しかしながら、このようなレッセ・フェール主義の強硬論は、拒否されるようになって久しく、次のように考えられるようになってきている。つまり、投資者は、リスクの範囲を判断する地位に立った場合にのみ自己の責任を負うことである。この考え方によれば、投資者に対しては、投資商品についての情報が開示されるべきこととなる。投資者に対して情報を開示する場合、それは、投資者がリスクの範囲を判断する地位につくようにすれば足りるはずである。このことに関して、米国のSEC規則一〇b-5に関するアーバー判決が参考となる。それは、閉鎖会社の株主であった者が、その株式を売却した相手方の株主であって現在当該会社の社長をしている買手に対して、買手は原告に対して会社の株式の簿価を開示しなかったとして、原状回復の救済を求めて訴を提起した事件である。裁判所は、被告の側に開示義務違反があるわけではなく、原告がすでに利用可能な会社の説明や帳簿等において通常発見されうるルーティンなすべての情報について、被告が原告に対して注意を喚起すべき義務を負うものでない、

と判示した。⁽¹⁰⁾つまり、投資者は、投資判断に必要な情報が利用可能であればよいという考え方が示されている。さらにいえば、投資者も利用可能な情報を利用すべきであるとの考え方が背後に存在していることにもなる。同じような考え方にもとづくと思われるのは、連邦証券法典一七〇三条(d)項による訂正の抗弁である。被告は、不実表示の訂正を投資者一般にわかるようになした場合、訂正後に訂正前の情報を信頼した投資者の民事責任追及に対しては、訂正したことを抗弁となしうる。情報の訂正がなされると証券市場もそれを反映するという事実⁽¹¹⁾に依拠するとみることもできよう。しかし、投資者は、訂正前の情報をうかうかと信頼しても、それは「正当な信頼」とならず、被告の抗弁が成立するとの考え方は、法理論としては原告の注意義務を前提としているといえよう。

ところで、投資者に注意義務があるなどということを強調しだすと、前述したようなレッセ・フェールの強硬論に逆戻りしてしまいかねない。なぜなら、情報開示が十分になされていない場合でも、投資者は自ら調査すべきであったということにつながるからである。したがって、投資者に注意義務が課されるのは、ことに投資専門家であるという議論も成立しうる。いわゆる「自衛能力ある投資者」(“accredited person”)については、情報に対するアクセスを有しうると一般に考えられており、発行市場においては、自衛能力ある投資者に対しては情報開示を要しない旨が明文で規定されている例もあるからである。⁽¹²⁾米国の判例においても、後述するように、このような立場に立つものがある。連邦証券諸法は、専門知識を有するビジネスマンの自己の判断の誤まりを保護するためのものではなく、そのような投資者は、法的救済を受けるためには自己に利用可能な情報を注意深く調査しておく必要がある、との主張もある。⁽¹⁴⁾しかし、専門家でない原告は、すべて注意義務を有しないというのもおかしいと思われる。

る。

(2) 不実表示についての民事責任

証券取引法は、重要な事項について虚偽の表示があり、又は表示すべき重要な事項もしくは誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実の表示が欠けている場合（以下これを不実表示という）、「表示が虚偽であり、又は欠けていることを知らないで」有価証券を取得した投資者について、損害賠償を認める旨を明文で規定している。

ことに、有価証券届出書および目論見書における不実表示について、発行者の民事責任を追及する場合は、原告は、重要事項について不実表示のあったことだけを挙証すれば足り（証取法一八条）、損害額も法定されており（同一九条）、原告が不実表示を信頼したことについての注意義務違反は問題とならない。

証券取引法一七条の責任については、原告が不実表示と損害との相当因果関係の立証責任を負うとの説が有力である。⁽¹⁵⁾原告は、損害額を立証するだけでなく、虚偽または不開示を知らないで取得したことを立証しなければならぬ⁽¹⁶⁾という。しかし、表示が虚偽であることを知らなかったという不知の立証は至難であり、投資者保護の見地から、責任を免れようとする者において立証することを要するとの立場があり⁽¹⁷⁾これに賛成するものがある。⁽¹⁸⁾この後者の立場によらないかぎり、「虚偽または不開示を知らないで」取得したことの証明において、原告の注意義務違反がなかったことの証明も問題となりうるともいえる。しかしながら、不実表示と損害額との間の相当因果関係自体は、一七条の文言からは原告の挙証が要求されていないようにも解釈されうる。ただし、受けた損害を証明すれば足りるように解釈できなくはないからである。

これに対して、原告が不実表示「により生じた」損害の挙証をしなければならない場合がある。証券取引法一六条、二二条、二二条である。これらの規定は、損害額の証明が必要であるだけでなく、損害と不実表示との間の相当因果関係の証明も必要であると文言上の解釈がなされる。もっとも、二一条の場合は、原告は不実表示「により生じた」損害を証明する必要があるけれども、二二条の場合のように「不実表示を知らなかったこと」の証明は必要でないというように、これらの条文の規定の仕方に相違がある。⁽¹⁹⁾ 二二条の場合は、「不実表示を知らなかったこと」および「不実表示と損害との間の相当因果関係」を原告が証明しなければならぬ。⁽²⁰⁾

原告の注意義務違反の問題は、「不実表示を知らなかったこと」の証明というよりも、やはり「不実表示と損害との間の相当因果関係」の挙証の過程で議論になるように思う。しかし、被告の抗弁と考えるべきかもしれない。このような問題意識をもって米国法を概観したい。

(9) 拙稿・前掲注一。

(10) *Arber v. Essex Wire Corporation*, 490 F. 2d 414 (6th Cir, 1974).

(11) 連邦証券法典一七〇三条(d)項の邦訳は、証券取引法研究会「米国連邦証券法典案について」[52]インベストメント三六巻一号五四―五五頁(山下報告)にある。

(12) 前注六二頁(神崎発言)。

(13) 拙稿「証券の発行と開示」証券取引法大系(河本一郎先生還暦記念)一六〇頁。レギュレーションDを参照のこと。

(14) M. Sachs, *The Relevance of Tort Law Doctrines To Rule 10b-5: Should Careless Plaintiffs Be Denied Recovery?* 71 *Cornell L. Rev.* 96, 106-107 (1985).

- (15) 谷川久「民事責任」アメリカと日本の証券取引法下巻五九〇頁。
- (16) 鈴木Ⅱ河本・証券取引法新版二三〇頁。
- (17) 神崎克郎・証券取引法二八九頁。
- (18) 志村治美「証券取引法上の民事責任」証券取引法大系(河本一郎先生還歴記念)五六八頁。
- (19) 神崎・前掲注一七・二八一頁。
- (20) 谷川・前掲注一五・六一四頁。

一一 過失による不実表示

(1) コモン・ローの考え方

コモン・ローにおいては、不実表示の責任について、これを悪意によるものか過失によるものかという基準によって大別する取扱いをしている。過失による不実表示については、不実表示の受領者は、過失によりそれを信頼したがために被った損害について賠償を受けることはできない。被告は、このことを抗弁として主張できるし、抗弁が認められると原告の請求そのものが認められなくなる。⁽²¹⁾このようなコモン・ロー上の「比較過失」(“contributory negligence”)の概念は、したがってわが国の過失相殺とは異なるものではある。この「比較過失」について問題とされる原告の過失というのは、客観的基準によって判断されるという。つまり、原告は、合理人としての注意、知識、知性、および判断力を有することが前提とされているのである。⁽²²⁾

(2) マクアルペン判決

不実表示と投資者の注意義務 森田

原告は、ブローカー会社である。被告マクアルペンは、原告会社を通じて多量の証券取引を行ない、売りと買いとを毎日するというように行動していた。マクアルペンは、原告証券会社を通じて、実際は所有していない証券を売却し、その受渡しまでに当該証券を被告証券会社から調達してくるなどしていた。被告マクアルペンは、被告証券会社を利用することにより財務上の仮面をかぶっていた。原告証券会社は、被告マクアルペンの小切手五枚による三〇万ドルについて、資金不足により支払を受けられなかったので、損害賠償を求めて本件訴を提起した。証券会社が被告とされているのは、その外務員(被告)が、マクアルペンの証券所有に関して、実際は所有していないのに所有している旨を銀行に対して証言するなどの行為をしたからだと思われる。

原告の請求に対して、被告は次のように抗弁した。すなわち、原告証券会社は、この四カ月間のマクアルペンの取引活動を調査すべきであったのに調査しなかった。けだし、この期間中にマクアルペンの小切手の一部が不渡りとなったのであり、連邦準備制度理事会のレギュレーションTによれば、被支払証券会社は、顧客の勘定を九〇日間凍結して調査することになる。原告会社は、用心深さを欠き、その自らの不注意が当該損失を、少くとも部分的に、生じさせた」と抗弁した。

陪審に対して、次のような説示がなされた。すなわち、信認関係の存在、詐欺の隠蔽、詐欺の発見の機会、産業における地位、金融界の専門知識、および関係手続の知識などを含む各事例の個別的状況下でのみ法的に課せられてくる合理的注意義務がある。本件において、原告が自らの調査を必要とするに十分となる事実を知り、かつ本件の個別的状況が原告に合理的注意義務を課すに十分なものであり、そして原告がその義務の履行をしなかったと証

拠から認定する場合は、被告勝訴の評決をすべきである、とした。⁽²⁸⁾

このマクアルペン判決は、規則一〇b―五上の注意義務を確立した最初の判例だといわれている。ただし、コモン・ローの考え方と比較して、コモン・ローが被告の側における悪意と過失とに大別して不実表示を考えるのに対して、マクアルペン判決ではこれが峻別されていないなどの相違がある。コモン・ローでの比較過失の原告の過失の基準が客観的な合理人を念頭におくものであったが、マクアルペン判決においても、個別的な状況下での注意義務を基準としている。これは、原告が投資専門家であるかどうかを基準にしていないという意味ではコモン・ローと同じであろう。さらに、コモン・ローおよび本判決に共通するものとして、被告の抗弁として原告の注意義務が扱われていることをあげうる。

しかるに、次にみるヴァンダーブーム判決は、原告の注意義務を「不実表示を合理的に信頼」したことないし「信頼の正当性」の挙証の問題として議論している。つまり、被告側からの抗弁ではなく、原告が賠償を受けるために挙証すべき要件の中において原告の注意義務が論じられてくるのである。

(3) ヴァンダーブーム判決

マークハムは、マークハム・ホームズ社を一九六〇年に設立した。その後、PLI会社の過半数支配をしていたギャリンからの忠告を受けて、一九六五年に金融子会社ITCを設立し、サウスダコタの友人知己に出資を依頼し、一五万ドルの無議決権株式を発行した。

金融子会社ITCをスタートさせるよりも、金融会社であるPLIをITCが買収してしまうの方が簡単だ

ということ、PLIの元の支配株所有者であったギャリンが間にたって、PLIの現在の支配株主であるAHB(PLIの議決権株式の六八パーセントを所有)から、PLIを九〇万ドルでITCが買収することとなった。

買収資金は、サウスダコタの右の株主達にオプションの権利を買ってもらったこととした。つまり、右株主達はPLIの買収のオプションの権利をAHBの株主である三名の個人に対して一五万ドルの対価で取得することとなった。もし、オプションが行使されると、右の一五万ドルは買収の対価に充当されるが、さらに残額を支払う必要が生じることとなる。

サウスダコタの株主達は、AHBおよびPLIの帳簿等を調査したが、マークハムの評価を信頼していた。マークハムは、アーカンソーの監督局の役人と会ったが、PLIは規制等を遵守しているとのことであった。マークハムは公認会計士に相談したが監査には最低三カ月かかるといわれた。

CN銀行の副頭取であるホールは、銀行は右の投資者達の資産状態を調査して、右買収に必要な資金の貸付けを投資者達に確約した。ホールは、マークハムに対して、PLIは少くとも一〇〇万ドルの値うちがあるなどといったという。同銀行の会長に対して、右の投資者が、これは良い投資かと尋ねたら、そうだと答えたという。

オプションを行使して、投資者達は右銀行から貸付を受けた。ところが、一九六六年初頭に、PLIにとりつけ騒ぎがおこった。AHBは、公認会計士を雇って監査させ、AHBの真の財務状態がわかった。一九六五年九月三〇日現在で、連結で五三万ドル強の欠損があり、一九六五年六月三〇日現在でPLIの純資産は三万ドル強しかないことがわかった。投資者達は、ギャリン、銀行等を相手に訴を提起し、銀行は、手形所持人として投資者等を被

告として請求訴訟を提起した。訴は後者に併合されている。

被告の投資者達は、原告銀行の会長が、一九六五年一〇月二十九日にA H Bの財務状態について不実表示をし、同日にホール副頭取によってなされた不実表示を黙示的に承認した、と主張する。同主張によると、銀行はP L Iから毎月の財務情報を入力し、かつ一九六五年一〇月になされたアーサーアンダーセン会計監査事務所の監査証明を有していたこと、ならびに同銀行会長は、P L I会計係を監督する銀行役職員であったことから、上記の表示が不真実であったことを知り、または知るべき理由を有していた、という。

これに対して、裁判所は次のように判示した。信頼の基準としての「合理的投資者」は、客観的基準である。投資者が不実表示を実際に信頼したかどうかは規則一〇b―五の適用範囲を決定するのに重要ではないけれども、適用がある場合には、信頼は救済の必要条件となる。

本件に右の基準をあてはめると、合理的投資者は、銀行会長によってなされた不実の説明を信頼しなかったであろうし、銀行は投資者に対して完全開示する義務を有していなかった。

投資者は、オプションの行使までの四ヶ月の間中、A H BおよびP L Iの帳簿書類のすべてにアクセスを有していたし、アーサーアンダーセンのP L Iについての監査報告についても、投資者の代理人たるマークハムはその存在を知り、かつアクセスを有していた。合理的に気付くべき情報を開示すべき義務はない。最高裁も、「知る手段がオープンであり、かつ買手またはその代理人の手もとにありまたは提供され、かつその利用を妨げるようなことがなされていないときは、売手の不実表示によって欺かれて損害が生じたとはいえない」としつつも(Shapiro

v. Goldberg, 192 U. S. 232 (1904)。裁判所は以上のように判断して抗弁を斥けた。⁽²⁴⁾

ヴァンダーブーム判決は、原告の注意義務の問題を不実表示を合理的に信頼したこととの関連で議論している。銀行はP L Iの財務状態についての知識を有していたとしても、投資者は、自ら真実を学ぶ機会を利用すべきであったとした点が注目される。つまり、不実表示を合理的に信頼する権利のある場合だけに救済を認めようとするのである。ここにみられる「合理的」とは客観的な基準を意味していることは明白である。

しかしながら、重要事実が開示されなかった場合の投資者の損害賠償請求において、投資者が不実表示に対して信頼したということを挙証することができず、最高裁も、そのような場合に原告が「信頼」を証明する必要がないことを認めている。⁽²⁵⁾したがって、原告は、虚偽の表示の事例では注意義務をはたしていることを挙証しなければならぬのに対し、開示が欠けていた事例においては、信頼の挙証を要しないという結果になる。それゆえ、信頼という要件の問題として原告の注意義務違反を議論するのはおかし、との立場が右の最高裁判決がでてから判例上も多数になつてゐるようである。⁽²⁶⁾

(21) R. Wheeler, Plaintiffs Duty Of Due Care Under Rule 10b-5: An Implied Defense To An Implied Remedy, 70 Nw. L. Rev. 561, 576 (1975).

(22) Id. at 568.

(23) Evans v. McAlpine, 434 F. 2d 100 (5th Cir. 1970).

(24) City National Bank of Fort Smith, Arkansas v. Vanderboom, 422 F. 2d 221 (8th Cir. 1970).

(25) Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, 153 (1972).

三 悪意による不実表示

(1) コモン・ローの考え方

コモン・ローにおいては、不実表示の責任について、悪意によるか過失によるかでこれを大別している。過失による不実表示については前述した。

悪意による不実表示についてのコモン・ローの考え方は次のようである。すなわち、原告は、被告が当該表示の不実であることを知っていたことを挙証しなければならぬが、このことが挙証されれば、当該表示を真実だと受領者が受領した際の不注意については問題とならない。つまり、悪意の不実表示については、被害者側の不注意を抗弁となしえない。調査を行ってれば表示の虚偽を確知できたであろう場合でも、事実についての詐欺の不実表示の受領者は、その真实性を信頼することができる^(分)という。

しかしながら、不実表示の受領者も、自己の知能を使うことは必要であり、もし粗略な調査をすればその虚偽が明らかとなったであろう不実表示をそのまま信頼した場合は、賠償請求ができない。たとえば、健康な馬だとして買付けを勧誘された場合、買手に対して馬が見せられ、かつほんのわずかの検査をしていれば発見されたであろう欠陥については、たとえそれが片眼しかなく馬であったとしても、賠償請求はできない。もちろん、その欠陥の発見が熟練者でないとできないような場合は明白な虚偽とはいえない。つまり、詐欺の不実表示の受領者は、それ

が虚偽であることを知り、またはその虚偽が明白である場合にはその真実性を信頼することが正当化されない、と考えられている。⁽²⁸⁾

米国最高裁判所は、規則一〇b―五違反にもとづく民事責任を追及するための要件として、被告の「故意」の証明を要する旨を判示した。⁽²⁹⁾このことよって、悪意による不実表示の場合の原告の注意義務についての議論だけが米国では実益を有するものとなった。さらにいえば、規則一〇b―五違反にもとづく民事責任追及訴訟を制限するためには、右の最高裁判決による「故意」要件が機能することとなるから、原告の注意義務を議論する実益が減少したし、⁽³⁰⁾原告の注意義務を廃止しても規則一〇b―五の範囲を不当に拡大することにはならないとの立場もある。⁽³¹⁾そこで、以下では、悪意の不実表示の場合の原告の注意義務を議論している若干の判例をみてみよう。

(2) ストラウブ判決

アメリカの証券会社の外務員の強い勧誘によって、外国人投資者がアメリカの会社の株式を取得した。投資者である原告ストラウブは、西ドイツで証券の一任勘定の運営を行う会社の役員であり、原告の西ドイツの銀行の代理人でもあった。ストラウブは、新規発行株を好んでいたが、一九七二年二月二十八日にシュタットガルトにおいてテレックスを受信し、新規発行株であるなどを示した内容を信頼して、M会社株式を一株当たり四ドルで一万株取得することを承認し、ストラウブが七千株を持ち、三千株を原告銀行が取得した。ところが、一カ月もたたないうちにM会社は第一章の破産手続を申請した。原告銀行は、一株当たり約三七セントで売却し、原告ストラウブは依然として株式を所有したままである。原告は、証券法一七条(a)項、証券取引所法一〇条(b)項、一五条(c)項を根拠

として証券会社および外務員を被告として民事責任を追及する訴を提起した。

本件において、被告外務員の故意が認定され、被告会社も支配者としての責任を認めらるようである。しかし、被告は、原告が注意義務を尽くしておらず、救済を受けられない旨の抗弁を主張した。つまり、原告は、目論見書を要求したり、または最低限の調査をしたなら、M会社株が新規発行のものでないことはわかったはずであり、またその真の株価も明らかになったはずである、とした。

裁判所は、「比較過失」の法理によって規則一〇b―五の民事責任の範囲を制限することが必要であるとしながら、最高裁の判例が「故意」要件を採用したのでその必要性はそれほど強くないとして、次のように判示した。すなわち、コモン・ローは、不実表示が悪意によることが証明された場合は、原告の不注意は問題にならない。これを規則一〇b―五にあてはめる場合は、原告の不注意は、請求を常に認めなくするものと位置づけるのではなく、また請求とは無関係のものと位置づけるのではない。原告に要求される注意義務の程度は、状況によって異なり、当該原告が合理的に行為したかどうかである。原告は、専門知識を有する投資者であるが、目論見書を要求したり、自ら調査をなすことをしなかった。しかし、原告と被告との間には信認関係があること、原告は当該情報に対するアクセスを欠いていたこと、取引が休日明けであって原告が情報入手しにくかったことから、原告の注意義務の基準はみたされているとした。⁽³²⁾

ストラウブ判決は、原告の注意義務を被告の抗弁とし、個別的状況に応じた合理的基準によって原告の過失を判断するが、被告悪意の場合のその実際上の判断は、原告の過失をかなり狭く解釈しているように思われる。つまり、

コモン・ロー上の比較過失をあてはめるといいながら、原告の通常の過失では抗弁にならないとしている。

(3) ホールズワース判決

閉鎖会社の株式を売却した者が、買手に対して原状回復を求めて訴を提起した。原告夫婦は、サンズ・コピー会社の株式を所有していたが、これを同社の支配株主である被告ストロングに売却した。ストロングは、原告に対して、同社は配当をできず、将来もできない旨の表示をして売却の説得をした。しかし、実際は、同社は継続的にその業容を拡大させ、かつ稼働能力を示していた。

地裁は、被告が知りながら意図的にサンズ・コピー社の株式に関する事実について虚偽の表示なして売却を説得したこと、原告がその表示を信頼して売却したことを認定し、原告は、状況下で合理的に行爲したし、表示の虚偽を知らなかったとして、原状回復の救済を認めた。

これに対して、被告は、控訴審において、次のように主張した。すなわち、原告は、弁護士および会計士として、自己の株式を売却する前に自分自身で会社の財務状態を確かめるべき義務があった。原告は、会社の帳簿に対してアクセスを有したのに何らの調査を行わなかった、と主張した。

裁判所は、マクアルペン判決が、会社情報にアクセスできる一定の者が注意義務を尽くすべきだと判示したことに言及しながら、それが過失による不実表示の場合であったことを指摘し、被告の責任を追及するのに「故意」の不当行為の挙証を要する場合には原告の注意義務は問題とならないとした。ただし、裁判所は、次のようにも判示した。すなわち、原告は、不実表示が明白な虚偽でないかぎり、悪意による不実表示についてその真実性または虚

偽性を調査する義務はない。しかし、原告は、被告の故意を証明しただけでは要件を満たしたことになるが、不実表示を信頼したこと、およびその信頼が正当化されることを証明しなければならぬ。原告は、その虚偽が明白である不実表示を合理的にまたは正当に信頼することはできない。換言すれば、違法が原告の損害を生じさせたものでなければならず、損害と不実表示との間の因果関係は必要である。本件において、原告と被告とは友人関係にあって、原告が被告を疑うべきようなことはなかったし、原告が被告を信頼していたのは合理的であり、被告の行為と原告の損害との間には因果関係がある、と判示した。⁽³³⁾

このホールズワース判決は、悪意による不実表示であっても、その虚偽が明白である場合、または不実表示を合理的に信頼したことが挙証できない場合、原告の請求を認めないという立場に立つものと思われる。

前述したストラウブ判決は、原告の過失を被告側の抗弁としてとらえていたが、ホールズワース判決は、不実表示に対する信頼の合理性に関して原告の過失を問題にしている。したがって、挙証責任は、両判決で異なることとなつている。悪意による不実表示について、原告が過失のなかったことを挙証すべきだというのは原告に負担が大きすぎるのではないかと思われるが、投資者が自己の利益を守るために何らかの行動をとっていれば不実表示に対する信頼が正当化されるのに十分であると解する立場もある。⁽³⁴⁾ このことについて、ホールズワース判決は、被告の側が原告の側の過失を証明してきても、それが被告の行動と比較しうる重大なものである必要がある、と判示している。⁽³⁵⁾

(4) デュピイ判決

不実表示と投資者の注意義務 森田

閉鎖会社の株式を売却した者が、自分の兄弟である買手に対して規則一〇b―五にもとづく訴を提起した。売買された株式の価値についての重要事実が開示されず、不実表示があったと主張した。原告が株式の売却に関連して注意義務を尽くしたかどうかの問題となったが、裁判所はこれを肯定した。すなわち、規則一〇b―五違反による損害賠償を求めるためには、被告の故意、被告のなした不実表示(省略された開示)の重要性、原告が被告の説明を現実に信頼した範囲、およびそのような信頼の正当性を証明しなければならない。この信頼の正当性は原告の注意義務の問題となるが、裁判所はこのことを検討する際には二つの政策を促進させる。第一は、自己の利益を注意深くかつ誠実に追求する者が、規則一〇b―五による救済を受けるのが公平であること、第二は、原告に注意深く投資することを要求することによって、反詐欺の政策を促進させ、かつ市場の安定性を生じさせること、である。方法論としては、マクアルペン判決をとる。その理由は、第一に、被害者の投資知識を問わないことが、一般的な詐欺禁止を定める規則一〇b―五の目的にかなうこと、第二に、信頼の要件は虚偽の表示の場合には必要で不開示の場合には必要でないという区別を生じさせるが、原告の挙証の負担をこのように区別することは妥当でないこと、第三に、信頼の要件を完全にはずしてしまうことも妥当でないことである。つまり、原告の注意義務を抗弁として位置づける。しかも、原告の過失の基準は、原告の属性と合理的投資者概念によって判断されるが、被告に課される注意義務を超えるものではない。原告が、自己に知れたリスクに無関心であって調査を拒否し、またはリスクを認識できなかったに違いないほど虚偽が明白であったかどうかを審理するわけであるが、陪審は、原告が重過失をもって行為しなかったことを認定しうる、と判示した。³⁶⁾

このデュブイ判決は、原告の過失の問題を信頼の証明とは別個のものだとして、抗弁のように扱うものである。しかも、その抗弁が成立するためには、原告の重過失を要するものだといえよう。その意味では、ストラウブ判決と似ているが、ストラウブ判決は、原告が専門家であるがゆえに注意義務の問題が生じているようであるのに対し、このデュブイ判決では合理的投資者を強調している。

(5) 連邦証券法典の考え方

米国の判例の展開をみてきたわけであるが、連邦証券法典は、原告の注意義務違反の問題を次のように考えている。すなわち、原告は、被告の故意の証明を要するから、コモン・ローが「比較過失」の抗弁を悪意による詐欺事例においては認めていないように、原告に注意義務を課すまでもないといえる。ただし、原告は、その虚偽が明白である場合に、不実表示を合理的または正当に信頼することもできない。これは、コモン・ローでもそうである。として、原告の注意義務違反を被告の抗弁として位置づけている。

一七〇三条(e)項の規定は次のようである。

原告悪意の抗弁——被告は次のことを証明することにより抗弁を有する。(1)原告が、開示もしくは訂正されるべきであった当該事実もしくは記録を知らながら売付けもしくは買付けたこと、または(2)主張されている虚偽が明白であったこと、である。

連邦証券法典は、結局のところ、前述のところ概観してきた判例およびコモン・ローの考え方を集約したものだといえよう。

- (27) Supra note 21, at 576.
- (28) Restatement 2nd of Torts, § 541.
- (29) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185 (1976).
- (30) S. Fishman, Duty To Disclose Under 10b-5 In Face-to-Face Transactions, 12 J. Corp. L. 251, 317 (1987).
- (31) Supra note 14, at 141.
- (32) Stranb v. Vaisman & Co., Inc., 540 F. 2d 591 (1976).
- (33) Holdsworth v. Strong, 545 F. 2d 687 (10th Cir. 1976).
- (34) Comment, A Reevaluation Of The Due Diligence Requirement For Plaintiffs In Private Actions Under SE C Rule 10b-5, [1978] Wis. L. Rev. 904, 914 (1978). なお、ストラウブ判決とホールズワース判決との間の相違について、前者が不開示の事例であり、後者が虚偽の表示の事例であることから、前者の場合は信頼を拳証することは最高裁判例「前述の注25の判例」からして不必要であるからだと指摘もある (Id. at 914)。
- (35) Supra note 33, at 693.
- (36) Dupuy v. Dupuy, 551 F. 2d 1005 (5th Cir. 1977).

おわりに

米国の証券取引委員会規則一〇b—五は、証券取引における詐欺一般を禁止する規定であり、これの違反にもとづく民事責任の追及をする場合に原告の不注意がどのように評価されるべきかについての法展開を概観してきたことになる。わが法への示唆として、次のようなものが考えられる。

第一は、不実表示が悪意でなされたか過失でなされたかにより、原告の注意義務の程度に大きな区別がなされることである。豊田商事事件における詐欺の場合に、原告が注意義務を怠ったというのは酷であるといえよう。米国の考え方では、原告に重大な過失または被告のそれと比較しうる重大な行為のある場合だけに被告の抗弁を認める。しかも、不実表示と損害との間の相当因果関係として問題となりうる「信頼の合理性」については不問に付されるのである。したがって、詐欺のような事例では、原告の注意義務はほとんど問題にされていないといえよう。このことは、原告がたとえ専門家であっても同じ結論となることは判例の示すところである。

第二は、過失による不実表示の場合の原告の注意義務についてである。コモン・ローの考え方では、原告に過失がありさえすれば被告の側からの「比較過失」の抗弁によって原告の請求が認められなくなってしまふ。しかし、これを規則一〇b―五にあてはめる場合は、原告が状況下で合理的に行爲したかどうかの問題に還元されるように思う。ストラウプ判決はこのような考え方をとっていた。そうだとすると、原告の注意義務の問題は、不実表示と損害との間の相当因果関係を示すための「信頼の合理性」の問題と重なることとなる。つまり、原告は、不実表示を信頼したことが合理的であつて、不注意はなかつたことを挙証しなければならぬというのが米国法の考え方がら学びうる点だと思われる。

第三は、原告の注意義務の基準である。コモン・ローの比較過失においては、合理人という客観的基準が採用されていること、原告が専門知識を有するかどうかという属性を基準にする判例など多様なものがあつたが、デュブイ判決がいうように、原告の属性と合理的投資者概念によって判断するのが妥当ではないかと思われる。

なお、わが国において、不実表示について民法上の責任を追及する場合、被害者の過失が斟酌される(民法四一八条、七二二条二項)。被害者側の過失を認めても請求自体を否定してしまわずに、過失相殺という形での衡平が柔軟にはかられうると解される。この点は米国法にない便利なものだといえようし、裁判所は、原告の注意義務をよりきめ細かく判断していけるものと思う。

最後に、米国の規則一〇b―五の違反についての民事責任は、損害賠償の他にも原状回復を救済として認められるようである。わが国においても、不実表示が詐欺に該当する場合は、取消しをなしうる(民法九六条一項)。会社の重役が誇張宣伝して新株の引受を募集する行為は詐欺となりうる。相手方を欺罔して錯誤におとし入れようとする故意と、この錯誤によって意思表示をさせようとする故意があるからである。⁽³⁷⁾このような詐欺の場合は、原告の注意義務をもちだす実益は限られてくるように思う。むしろ詐欺にあたるかどうかの判断において、つまり欺罔行為によって錯誤が生じたかどうかの判断の過程で原告の注意義務が議論されることとなるはずだといえよう。しかし、この場合の原告の注意義務はほとんど問題にならないというのが米国の考え方であることは前述した。

(37) 我妻栄・新訂民法総則三〇八頁。