

平成25年度判事補海外留学研究員報告書簡（第6回）

[illegible]

平成26年4月1日

最高裁判所事務総局秘書課長 殿

平成25年度判事補海外留学研究員

(米国, ジョージタウン大学)

さいたま地方裁判所 谷 藤 一 弥

報告書簡 (第6回)

平成26年3月1日から同月31日までの在外研究の概況, 近況等について, 下記のとおり報告する。

記

第1 授業の聴講

引き続きContracts, Employment Law, Japan/US Comparative Legal Studyの3科目の授業を聴講している。

Contractsの授業では, 日米の契約法で同じところ, 異なるところがあり, 特に異なるところについては, 授業で取り上げられた判例を日本法の場合であればどうなるであろうかと考えながら読むのはなかなか楽しい。今は債務不履行に対する救済がテーマとなっているが, 損害賠償一つをとってみても, 米国においては, 特定履行は例外的な救済手段とされ, 損害賠償が原則的な救済手段とされていることから, どこまでが損害に含まれるのかについて詳細な検討がなされており, 普段の執務ではあまり意識することのない損害の概念について改めて考え直すよい機会となっている。

Japan/US Comparative Legal Studyの授業では, 日米の法制度の比較という

授業の内容から、米国には存在しないわが国の各種制度について取り上げられることが多い。先日の授業においては家族法がテーマとなり、 からわが国の戸籍についての説明があったが、偶然にも私が自分の家族の戸籍記載事項証明書を持っていたことから、これをもとに私からも補足的に戸籍について説明した。また、印章が話題になったときには、私が持参していた印章を学生に対して見せることができたこともあり、多少なりとも授業に貢献できたかと思っている。

第2 司法制度資料改訂作業等

秘書課からの依頼で、在デトロイトの高石裁判官とともに米国の司法制度資料の改訂作業を行っている。すでにある文章に対して、出典となる資料を当てはめていくという、通常とは逆の流れのなかなか大変な作業であるが、米国の刑事法や家族法、少年法など自分の研究テーマである民事法以外のことも知ることができて勉強になっている。

また、3月の初頭にはこれも秘書課からの依頼でジョージタウン大学における単位取得を前提とする聴講制度の有無についての調査を行った。

第3 帰国準備

早いものであるが、すでに私の後任者も決まり、アパートの契約の引継手続や、帰国便の手配など帰国準備が少しずつ始まっている。滞りのないように着実に準備を進めていきたい。

以上

平成25年度判事補海外留学研究員報告書簡（第7回）

氏 名 谷 藤 一 弥	所属庁・官職 さいたま地方裁判所 判事補	派遣先 アメリカ合衆国 ワシントンDC ジョージタウン大学
提 出 書 面 平成26年5月1日付け報告書簡		
報告期間中の日程の概略（平成26年4月1日～同月30日） 同年4月1日～同月30日 大学において授業聴講 同年4月6日～同月8日 デューク大学訪問 同年4月28日 議会図書館訪問		
キーワード欄		
・授業聴講		
・デューク大学訪問等		
・今後の[]との関係について		
・キャンパス周辺における犯罪		
・議会図書館（Library of Congress）訪問		

平成26年5月1日

最高裁判所事務総局秘書課長 殿

平成25年度判事補海外留学研究員

(米国, ジョージタウン大学)

さいたま地方裁判所 谷 藤 一 弥

報告書簡(第7回)

平成26年4月1日から同月30日までの在外研究の概況, 近況等について, 下記のとおりに報告する。

記

第1 授業の聴講

今学期は, Contracts, Employment Law, Japan/US Comparative Legal Studyの3科目の授業を聴講していたが, 4月いっぱいですべての授業が終了した。今後は授業期間中には手が回らなかった復習に努めたい。

第2 デューク大学訪問等

現在, [REDACTED] が私と同じVisiting Researcherとしてジョージタウン大学ローセンターで研究をしているのであるが, 同教授から誘われて, 4月7日にデューク大学で行われた会社法に関するシンポジウムに参加した。Jurisdictionの話が中心となっていたが, 改めて米国におけるJurisdictionの重要性を認識した。

デューク大学訪問に際しては, 代々のジョージタウン大学の研究員がお世話になっている [REDACTED] が, [REDACTED]

第3 今後の[redacted]との関係について

[redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted] 今後のジョージタウン大学におけるJapan/US Comparative Legal Studyの授業については、少なくとも次年度は春学期の初頭（2015年1月初旬）に行われる集中講義の期間中（Week One Classes）に開講するとのことであった。これまでは、ジョージタウン大学においては受入担当の教員がいない中で、研究員が同教授の授業を聴講する一方、アテンドや調査等で必要があれば同教授に援助を依頼するという関係を保っていたが、今後は同教授の助力を期待することが難しくなるものと思われる。

第4 キャンパス周辺における犯罪

気候が暖かくなってきたためかどうかはわからないが、ローセンターのキャンパスの周辺において、4月12日に刺傷事件が発生、19日には刃物を所持していた男を逮捕（上記刺傷事件との関係は不明である。）、27日には携帯電話のひったくり事件、29日にはローセンターの女子学生に対するわいせつ事件が発生するなど、今月に入って犯罪が多発しており、大学当局からも注意喚起がなされている。もともとローセンターのキャンパス周辺は、ホームレスのシェルターがあるなど、それほど雰囲気の良いところではないが、暗くならないうちに帰宅するように改めて心がけたい。

第5 その他

4月28日にジョージワシントン大学派遣の内山裁判官及び連邦最高裁の口頭弁論の傍聴のためにたまたまワシントンDCを訪問していたペンシルバニア大学派遣の平野裁判官とともに議会図書館（Library of Congress）を訪問した。代々の研究員がお世話になっている同図書館職員

の [REDACTED] さんに館内を案内していただいた。

また、[REDACTED] の紹介でローセンターに派遣されている [REDACTED] の裁判官と知己を得る機会があり、先日昼食を共にした。自宅への招待も受けたので、今後交流を深めたい。

以上

平成25年度判事補海外留学研究員報告書簡（第8回）

[illegible]

平成26年6月2日

最高裁判所事務総局秘書課長 殿

平成25年度判事補海外留学研究員

(米国, ジョージタウン大学)

さいたま地方裁判所 谷 藤 一 弥

報告書簡(第8回)

平成26年5月1日から同月31日までの在外研究の概況, 近況等について, 下記のとおりに報告する。

記

第1 授業終了後の研究等

留学出発前に金融商品販売に関する説明義務や適合原則が問題となる事件を数件扱ったことがあり, 興味があったので, 自身の研究のサブテーマとして当地において上記テーマがどのように扱われているか調査をしようと考えていた。大学の授業終了後, 時間に余裕が生じたので, 関係する判例や論文を収集するなどして研究を進めている。

このほか, 当地の裁判所において審理の傍聴をするなどしている。

第2 キャンパス周辺における犯罪

前回の報告書においてもローセンターのキャンパス周辺において犯罪が多発していることを触れたが, 5月に入ってもその傾向が続いている。5月7日に強盗事件, 13日にローセンター近隣のホームレスのシェルダー入居者が関連する暴行事件, 23日にも強盗事件, 26日に刺傷事件, 31日には発砲事件が発生した。いずれもローセンターの関係者は事件に巻き込まれていないが, 大学当局からは繰り返し注意喚起がなされている。これらの事件は早朝又は夜間に発生しているため, 暗くなる前に帰宅することを心掛けたい。

第 3

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

以上

平成25年度判事補海外留学研究員報告書簡（第9回）

[illegible]

平成26年7月4日

最高裁判所事務総局秘書課長 殿

平成25年度判事補海外留学研究員

(米国, ジョージタウン大学)

さいたま地方裁判所 谷 藤 一 弥

報告書簡(第9回)

平成26年6月1日から同年7月3日までの在外研究の概況, 近況等について,
下記のとおり報告する。

記

第1 授業終了後の研究

5月に引き続き金融商品販売に関する説明義務や適合原則が問題となる事件に関する判例や論文を収集するなどして研究を進めた。

第2 キャンパス周辺における犯罪

6月28日土曜日の未明にローセンターのキャンパスの近隣で拳銃を使用した殺人事件が発生した。これまでの報告書簡でも繰り返し報告しているとおり, 4月以降, キャンパス周辺で犯罪が多発する傾向にあるが, そのほとんどが夜間・早朝など人通りの少ない時間帯に発生している。後任者には, 特に慣れるまでは暗くなったらユニオン駅までのシャトルバスを利用するよう強く薦めたい。

第3 [redacted]再任

大学当局によるとローセンターの [redacted]

[redacted]が先日の大学理事会の決定に基づき再任されたとのことである。この [redacted]である。

第4 [redacted]の動向

次年度以降, [redacted]のローセンターにおける授業は, 春学期初

頭の集中講義の期間に開講される旨は既に報告したところであるが、同教授によると、まだ確定していないがデューク大学においても数時間程度の短い授業を持つかもしれないとのことであるので、念のため報告する。なお、このことは現在同大学に派遣されている酒井裁判官に連絡し、後任者に引き継いでもらえるよう依頼済みである。

以上

平成25年度判事補海外留学研究員報告書簡（第10回）

[illegible]

平成26年11月17日

最高裁判所事務総局秘書課長 殿

平成25年度判事補海外留学研究員

(米国, ジョージタウン大学)

さいたま地方裁判所 谷 藤 一 弥

報告書簡(第10回)

報告書簡(第8回)及び報告書簡(第9回)で言及したとおり、本年5月に大学における授業が終了した後に、アメリカ合衆国における証券取引に関する説明義務及び適合性原則に関する文献調査をしていたが、今般これの取りまとめが終了したので、別紙のとおり報告する。

(別紙)

アメリカ合衆国における投資家から証券会社への責任追及訴訟について

谷藤一弥

- 1 わが国においては、金融商品の販売等に関する法律3条において、投資家に対する証券会社等の説明義務が定められ、同法5条においてこれに違反したときの証券会社等の損害賠償責任が定められている。また、判例上、適合性原則からの著しい逸脱が認められた場合には不法行為を構成することも認められている。

アメリカ合衆国において同様の働きをする規定としては、連邦取引所法 (Securities Exchange Act) 10条(b)項及びこれに基づく証券取引委員会 (SEC) の規則10b-5がある。以下においてはこれらの規定及びこれらの規定に関連する裁判例などを概観し、現代的な課題について述べる。

- 2 連邦取引所法10条(b)項は次のとおり定めている。

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

(中略)

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(試訳) 何人も、直接又は間接に、州際通商又は郵送の手段、又は取引所の

施設を用いて、取引所に登録された証券、取引所に登録されていない証券又はスワップ合意に基づく証券の取引に関し、証券取引委員会が公益又は投資者の保護のために必要又は適当なものとして定める規則に違反して相場操縦的又は詐欺的戦略若しくは術策を用いることは違法である。

同項の規定を受けて、SEC規則10b-5は以下のとおり定めている。

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
 - (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
 - (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
- in connection with the purchase or sale of any security.

(試訳) 何人も、州際通商又は郵送の手段、又は取引所の施設を用いて、直接又は間接に、証券の取引に関し、(a)詐欺を行うための策略、計略又は技巧を用いること、(b)重要な事実について不実表示をすること又は当該状況において誤解を避けるために必要な重要事実の表示を省略すること、(c)詐欺又は欺瞞となり、もしくはそのおそれのある行為、慣行又は業務を行うことは違法である。

規則10b-5は同規則違反の行為について明示的に民事的な責任を認めているわけではないが、多くの下級審裁判例は、これを黙示の訴訟原因とみて、これに基づく私的な損害賠償請求権を認めてきた。そして、連邦最高裁も1971年のSuperintendent事件判決によってこれを認めた。

連邦取引所法上、明示的に民事責任を認めている条文として18条(a)項があり、同項は、同法及びSEC規則等に従ってSECに提出された文書に虚偽又は誤解を生じる表示を行った者は、その表示を信頼して当該表示の影響を受けた価格で証券の売買を行った者に対し、当該信頼により生じた損害を賠償する責任を負うことを定めている（同項は、10条(b)項及び規則10b-5と異なり、"Any person ... shall be liable A person seeking to enforce such liability may sue"と定めている。）。しかし、同項による場合は、不実表示を現実に信頼したこと、不実表示が証券の価格に影響を与えたこと等を立証する必要があり、ほとんど利用されてこなかったという（黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』第2版、平成16年、弘文堂、114頁）。

なお、規則10b-5は、本レポートで扱う対象である投資家と証券会社との間の関係だけでなく、証券発行会社による不実表示のほか、インサイダー取引、不正な会社経営、公開買付等、さまざまな局面で適用されている。また、投資家が証券会社の責任を追及する訴訟原因としては、規則10b-5以外にも、口座開設契約上の債務不履行、コモンロー上の不法行為などがある。

○Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.,
404 U.S. 6 (1971)

原告（保険会社）が被告に対して株式を売却するに当たり、被告は、その代金を小切手、財務省証券や譲渡性預金証書で支払う約束をしていた。しかしながら、被告の財務諸表上は、当該譲渡性預金証書がすでに原告以外の者に譲渡され、更に第三者の担保となっていることが記載されていなかった。連邦最高裁は、規則10b-5が黙示の訴訟原因となることを認めた上で、被告のこのような行為は規則10b-5違反を構成すると判断した。

規則10b-5違反の主張に基づく損害賠償請求について、第6巡回区控訴裁判所は、

As a general matter, however, private s 10(b)/Rule 10b-5 damage claims can be said to require: 1) the use of jurisdictional means 2) to implement a deceptive or manipulative practice (with the requisite scienter) 3) in connection with 4) the purchase or sale 5) of a security 6) causing 7) damages. (Mansbach v. Prescott, Ball & Turben, 598 F.2d 1017, 1026-1027 (6th Cir. 1979))

と判示している。すなわち、一般的には、①（被告が）州際通商等の手段によって、⑤証券の④売買③に関し、②（欺罔の意図に基づいて）重要な事実に関する不実表示などの詐欺的な行為を行い、⑥これによって⑦（原告に）損害が生じたこと、を証明する必要があるということである。

○Bischoff v. G.K. Scott & Co., 687 F. Supp. 746, 749 (E.D.N.Y. 1986)

原告は、経験のあまりない投資家で、被告の証券会社に口座を開設して6万8000ドル相当の株式を預けた。原告は、子供の学資として資金が必要であったので、口座を開設する際、投機的な取引は1万ドルを上限とすることを望み、被告はこれに同意した。しかし、被告はこれに反して投機的な証券の売買をし、その結果残高が大幅に減少した。原告は、被告は投機的な取引を原告の言うとおりに限るつもりはなかったのに、口座を開設させるためにこれに同意するという不実の告知をしたのであり、そのような不実の告知がなければ原告は口座の開設をしなかったと主張した。これに対して裁判所は、口座の開設を勧誘するためにした証券会社による不実の告知は、投資家を誘引するためのものであって、特定の証券の取引に係るものではないから、「証券の売買に関して」なされたものとはいえず、規則10b-5の違反を構成するものではないと判断した。

欺罔の意図(scienter)については、規則10b-5の条文上明文で要求されているわけではないが、裁判例上必要とされている。証券会社が詐欺の故意(intent to defraud)を有していた場合にこれが認められることは当然であるが、

証券会社が故意(willful)にあるいは無謀(reckless)に投資家の利益に注意を払わなかった場合にも欺罔の意図があるとされる。

○Brophy v. Redivo. 725 F.2d 1218, 1221 (9th Cir. 1984)

原告が1か月間ほどメキシコに旅行に行っている間に原告の了解なく取引が行われたと主張した事件である。裁判所は、投資家の了解なしの取引が行われたことだけでは直ちに欺罔の意図が立証されたことにはならないとした上で、原告は、かつて被告に対して原告が不在の間に危険な状態になったらポジションを売却するように指示していたうえ、原告は問題となっている取引について、少なくとも6か月以上にわたって異議を述べていないことからすると、欺罔の意図の証明ができていないとした。

3 規則10b-5で証券会社の損害賠償責任が認められるためには、上記のとおり、不実表示等の行為が認められることが必要となる。他方、不実表示が認められない場合であっても、特定の取引類型については、裁判例上、証券会社の行為自体が詐欺的行為を構成するとして規則10b-5違反が認められる場合がある。Jensen, Abuse of Discretion Claims Under Rule 10b-5: Churning, Unsuitability, and Unauthorized Transactions, SECURITIES REGULATION LAW JOURNAL [VOL. 18: 374 1991]によれば、このような取引類型には、過剰取引、適合性原則違反及び無権限取引があるという。

(1) 過剰取引(churning)

もともと一任勘定取引における過剰取引を規制する規則(連邦取引所法15条(c)項及びSEC規則15c1-7)から発展してきたものである。証券会社が顧客との間で行う取引自体が、手数料を稼ぐための詐欺的な行為であると解されて、規則10b-5に違反するものとされる。各控訴裁判所の裁判例によれば、その要件は、①投資家の投資目的からみて取引が過剰(excessive)であること、②証券会社が取引について支配(control)を及ぼしていること、

③証券会社に欺罔の意図があること、である。

取引が過剰であるかどうかということは投資家の目的及び証券会社にその目的が伝えられていたかどうかといったことから判断される事実問題である。1年間の投資家の取引高を投資家の口座の平均月間残高で割った数（回転率）が重視され、回転率が6を超えたら明白に過剰であると判断すべきと提案する裁判所もある。しかし、回転率の立証が必須というわけではない。

○Rolf v. Blyth, Eastman, Dillon & Company, Inc., 424 F.Supp. 1021, 1039-1040 (S.D.N.Y., 1977) aff'd at 570 F.2d 38 (1978), cert. denied 439 U.S. 1039, 99 S.Ct. 642, 58 L.Ed.2d 698 (1978).

ニューヨーク州南地区の連邦地裁の判決である。上記3要件をもとに規則10b-5違反があるかどうかを判断している。本件では、回転率は1.85程度であり、過剰取引とはいえないとされた。もっとも、一任勘定取引において、原告の目的に反して投機的な株式が取引されていたとして、NYSE及びNASDの適合性原則違反（後記(2)参照）を認めた。

○Mihara v. Dean Witter & Co, 619 F.2d 814, 821 (9th Cir. 1980)

西海岸を管轄する第9巡回区控訴裁判所の判決である。上記Rolf事件判決から3要件を引用している。原告は被告の推奨のもとに投機的投資を多数繰り返し、1971年1月から1971年5月までの間に4万6000ドルの損失が生じた。被告のシステムは、月に15回以上の取引がなされた口座又は1000ドル以上の手数料が生じた口座について警告を発するようになっていたが、原告の口座についてもそのような警告が発せられていた。1971年においては、原告の口座に保有されていた株式の保有期間は、50%が15日以下、61%が30日以下、76%が60日以下であった。1973年6月にかけては

81. 6%が180日以下であり、回転率は14であった。年毎の回転率は、1971年が9.3, 1972年が3.36, 1973年が0.288であった。

同裁判所の先例 (Hecht v. Harris Upham & Company, 283 F.Supp. 417 (N.D.Cal., 1968), aff'd at 430 F.2d 1202, 1210 (9th Cir., 1970)) では、6年10か月の間の回転率が被告計算で8, 原告計算で11.5, 保有期間が45%の株式につき6か月以下, 67%につき9か月以下, 82%につき1年以下というケースについて過剰取引と認定しており、本件では過剰であることが明らかであるとされた。また、他の要件については、原告は当たり前のように被告の推奨に従っており、支配の要件も認められ、また取引の態様からすれば容易に欺罔の意図も認められる (明確な詐欺の故意ありとも認めうる。) とされた。

○Costello v. Oppenheimer & Co., 711 F.2d. 1361, 1368 (7th Cir. 1983)

イリノイ州などを管轄する第7巡回区控訴裁判所の判決である。原告は、1976年に被告との間でオプションの一任勘定取引を開始した。当初は23万5384ドルの残高があったが1977年11月の時点では22万2710ドルまで、1978年9月に原告が口座を閉じたときには16万6789ドルまで低下していた。

本件では、過剰取引に関する専門家の証言や回転率等を示す証拠は提出されていないにもかかわらず原審の陪審が過剰取引であると認定することができるかが争われたが、控訴裁判所は、証券会社の担当者が原告と合意していた範囲外の取引をしていたという事実から、陪審は過剰取引があったと結論することができるかと判断した。

支配の要件については、一任勘定取引など証券会社が取引を実行する裁

量的な権限を有していれば容易に認められる。投資家が証券会社の推奨を評価できず、証券会社から独立して投資の適否を判断できないときには事実上の支配（de facto control）が認められる。投資家が常に又はほとんど常に証券会社のアドバイスに従っている場合にも事実上の支配が認められることがある。投資家が証券会社の推奨を評価でき、それが不適當と思われる場合には拒否できるほどの十分な知識と理解を有していれば、支配の要件は認められない。

○Follansbee v. Davis, Skaggs & Co., 631 F2d 673, 676-677 (9th Cir. 1983)

第9巡回区控訴裁判所の判決である。原告は、1969年春、証券会社の担当者と話し合っ、市場が縮小すると予想し、短期の売買でキャピタルゲインを得ることにした。その結果、口座内の株式の保有期間は6か月を相当下回った。その間、原告は投資に関する本を読んだり、投資サークルに属して投資レポートを読むなどしていた。その投資サークルで扱われていたある企業について、担当者は成長著しい企業だと考えていたが、原告も興味を持ち、数回にわたりその株式を購入した結果、原告のポートフォリオの大部分を占めることになった。また、原告が興味を持ったベンチャーについて、担当者は原告の所得税の税率が39%未満でなければ購入すべきでないとしていたが、原告は誤って39%以上だと回答してしまい、1万ドルをそのベンチャーに投資した。これらの投資はすべて失敗し、損失が生じた。なお、原告は取引明細から詳細な投資の記録を付けていた。本件では、原告は短期売買を通じてキャピタルゲインを得ようとしており、取引が過剰とはいえないとされ、また、原告は自分自身で投資対象を分析したり、担当者に対して取引の提案をしたりしており、証券会社が原告の口座を支配していたとはいえないとされた。

早期の裁判例は、損害賠償の額については、過剰取引それ自体は、それ

によって得られた証券が投資家にとって不適當であることを示すものではないとして、証券会社が過剰取引によって得た手数料等に限っていたが、その後、それだけでは投資家の損害を填補するには不十分であるとされ、現実の口座の残高と過剰取引がなかったと想定した場合の残高の差額が損害賠償の額とされるようになった。

(2) 適合性原則違反 (unsuitability)

アメリカ合衆国においては、適合性原則は制定法上定められていない。証券業界の自主規制機関である金融取引業規制機構 (F I N R A) の規則において適合性原則が定められており、これらはニューヨーク証券取引所 (N Y S E) 規則及び全米証券業協会 (N A S D) 規則に由来するものである。しかしながら、投資家がこれらの自主規制機関の規則違反を根拠に証券会社やその担当者に対して損害賠償を求める訴えを提起することができるかどうかについては、裁判例としては否定するものが多い (例外が前記Rolf事件であり、裁判所はN Y S E及びN A S Dの適合性に関する規則は投資家保護のためのものであるから、訴訟原因となると判断している。)。

○金融取引業規制機構

Financial Industry Regulatory Authority. N Y S Eの会員規制部門とN A S Dとが2007年に合併して発足した自主規制機関。SECの監督の下、各種の規則を制定するとともに、会員証券会社に対して監査を実施する。

○F I N R A規則2090条 (旧N Y S E規則405条1項に由来するもの)

Every member shall use reasonable diligence, in regard to the opening and maintenance of every account, to know (and retain) the essential facts concerning every customer and concerning the authority of each person acting on behalf of such customer.

(試訳) 会員は、口座の開設及び維持に際し、顧客及び顧客を代表する者の権限に関する重要な事実を知り、これを保持するために相当な注意を払わなければならない。(なお、FINRAの同条に対するコメントによれば、「重要な事実」とは、(1)顧客に有効なサービスを提供するため、(2)顧客の特別な指示に従って行動するため、(3)顧客を代表する者の権限を承知するため、(4)適用されるべき法律や規則を遵守するため、にそれぞれ必要な事実のことであるとされる。

○FINRA規則2111条(a)項(旧NASD規則2310条に由来するもの)

A member or an associated person must have a reasonable basis to believe that a recommended transaction or investment strategy involving a security or securities is suitable for the customer, based on the information obtained through the reasonable diligence of the member or associated person to ascertain the customer's investment profile. A customer's investment profile includes, but is not limited to, the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance, and any other information the customer may disclose to the member or associated person in connection with such recommendation.

(試訳) 会員及びその従業員は、証券取引又は証券を対象とする投資戦略の推奨が顧客に適合するものであることについて、顧客の投資プロフィールを明らかにするために当該会員及びその従業員が合理的な注意を払って得た情報に基づいた合理的な根拠を有さなければならない。投資プロフィールには、顧客の年齢、他の投資、財産状況及び資金の必要性、課税状況、投資目的、投資経験、投資期間、流動性の必要性、リスクの許容性並びにその他顧客が当該推奨に関して会員及びその

従業員に対して開示する情報を含むが、これらに限られるものではない。

しかしながら、他方で、多くの裁判所は適合性原則違反の行為が規則 10b-5 に違反すると判断してきた。適合性原則違反の判断については、二つのアプローチがあるとされている。一つは、証券会社が投資家の投資目的を知っているにもかかわらず、その目的に適合しない証券を推奨した場合には、規則 10b-5 の不実表示に当たるとするものである（下記Clark事件参照）。このアプローチは、本来適合しない証券を適合するものとして投資家に推奨することが不実表示に当たるとするものであって、規則 10b-5 が想定する一般的な類型ということになる。もう一つのアプローチは証券会社が不適合な証券を推奨したこと自体を詐欺と構成するものである（下記Hecht事件参照）。この場合の要件は、過剰取引の場合と平行なものであり、取引が過剰であることに代わって、不適合性が要件となるほか、支配の要件及び欺罔の意図の要件が必要になる。もっとも、多くの裁判例は意識的にこれらのアプローチを区別しているわけではない。また、適合性は投資家の投資目的及び資力・能力等に照らし判断されるが、それ以上に「適合性」あるいは「不適合性」について明快な定義を与えられているわけではない。

○Clark v. John Lamula & Co., 583 F.2d 594 (2d Cir. 1978)

第2巡回区控訴裁判所の裁判例である。原告は、教員を退職してニューヨーク州の議員の事務所に勤めていた50代の女性である。被告の証券会社は、自身の勘定で9万4360ドルで買った転換社債を10万5250ドルで原告に売った。証券会社は、原告に対して当該証券に関して虚偽の事実を伝えたことはなかったが、他の適当な証券があることや当該証券の格付け・リスクを伝えず、また、投機的な証券に投資するのであれば原告が求める年1万2000ドル以上の利回りを得ることは不可能であることを伝えなかった。これらを伝

えていれば、原告は当該証券を購入しなかった。裁判所は、規則 10b-5 に基づく請求が認められるためには、同規定に違反したこと及びそれが欺罔の意図 (scienter) によることが立証される必要があるとした上で、上記の事実からすれば、証券会社は重要な事実を原告に伝えておらず、規則 10b-5 に違反したことは明らかで、また、自身の勘定で当該証券を購入し、過大な利益を載せて原告に転売したことからすれば、欺罔の意図があったことも認められると判断して、当該証券の購入額と後に原告が当該証券を売却した際の額の差額を損害として認めた（なお、NASD 規則違反の主張については、規則 10b-5 違反の主張が認められる以上、独立した訴訟原因となるか判断する必要がないとされた。）。

○Hecht v. Harris Upham & Company

前記Mihara事件で引用されている第9巡回区控訴裁判所の事件である。原告は家庭教師や家政婦などをしていた未亡人であり、投資の元手は夫の遺産などであった。原告は、証券会社と6年にわたる取引の後に、損害が生じたとして賠償を求めた。裁判所は、法は無知な投資家を保護することを目的としているのであって、投資が成功するかどうかの様子見して、うまくいかなかったときに証券会社の責任を追及しようとする投資家を保護しようとしているわけではないから、経験のある投資家が定期的に取り引に関する報告を受けていて適時に異議を差し挟まなかった場合には、投資家は禁反言の法理により、後から取引が不適當であったと主張することを禁止されるとした上で、本件では、原告は被告の証券会社の担当者と常に取引について議論しており、禁反言の法理により適合性原則違反を主張することができないとされた（ただし、過剰取引について証券会社の責任が認められている。）。

(3) 無権限取引 (unauthorized transaction)

特定の証券を売買する証券会社の裁量ないし権限が問題となる場合に生じる

類型である。無権限取引自体は証券法に特有のものではなく、コモンロー上の問題であって、いくつかの裁判所は、規則10b-5で定める詐欺的な行為に当たらない、あるいは証券の売買に関してなされた詐欺的な行為がないとして同規則の下での訴訟原因と認めていないが、多くの裁判所は無権限取引が詐欺的な行為とともになされた場合には、同規則の下で訴訟原因になることを認めている。

○Marbury Management, Inc. v. Kohn, 629 F.2d 705 (2d Cir. 1980)

証券会社の担当者が実は訓練生 (trainee) に過ぎなかったのに、「portfolio management specialist」と記載された名刺を原告に交付して原告の取引を実行した事件である。訓練生は、上司の監督の下で売買の注文を受ける必要があった。裁判所は、訓練生である担当者の助言を信用して株式を購入していた原告の損害賠償の請求を認めた。

○Nye v. Blyth Eastman Dillon & Co., 588 F.2d 1189, 1196-1197 (8th Cir. 1978)

原告らは会社の役員であり、原告らのうちの一人が有していた会社の持分を取得するための資金を得るためにジョイントベンチャーを設立して証券投資をしていた。原告らが被告の証券会社において開設した口座は一任勘定口座ではなく、原告らが被告の担当者に対して裁量的な取引をすることを認めたこともなかった。被告の担当者は、原告らを勧誘するために、自らの資質について、被告においてトップの成績を収めている、証券取引で豊富な経験がある、被告において数年の経験がある、被告において大きな選ばれた口座だけを担当している、月1000ドル以上かけて個人的に証券市場について調査をしている等々と不実の内容を述べた。担当者の上司もこれらの不実の内容が真実であるかのような言動をした。担当者は原告らがある株式については興味がないと伝えていたにもかかわらず、これらの株式に勝

手に投資した。原告らは担当者的上司に苦情を述べたが、その後も担当者是原告らの了解なく株式を購入して、原告らがこれをキャンセルして損失が生じるということを繰り返した。また、ある店頭株については原告らの了解なく購入した後で、被告の証券会社が勧めているであるとか、すぐ値上がりするであるとか等と不実の内容を述べて保持するよう原告らを説得した。裁判所は、これらの各取引の後に原告らの承認があったように見えるが、それは実際の事実に基づくものではなく、担当者的の不実の表示に基づいてなされたものであるから、それによって被告が免責されるわけではないとした。

以上のとおり、規則 10b-5 の適用範囲は、重要な事実について不実表示があった場合だけでなく、証券会社の一定の行為自体を詐欺的な行為と構成することによって過剰売買、適合性原則違反及び無権限取引にも広がっている。これに対して裁判所は、種々の要件を設定することによって根拠のない濫訴を防止しようとしている。たとえば、口座開設の際に欺罔的な行為が行われても、それは「証券の売買に関して」なされたものではないとされ（前記Bischoff事件）、「重要な事実」とは、合理的な投資家が投資判断にあたり重要と考えるであろう事実と理解されているし（前掲黒沼 119 頁）、欺罔の意図の立証は難しいとされている（REINSCH et al., TRUST YOUR BROKER?: SUITABILITY, MODERN PORTFOLIO THEORY, AND EXPERT WITNESSES, 17 St. Thomas L. Rev. 173, 185, 2004-2005）。

- 4 1980年代後半以降、証券会社は、投資家との口座開設契約において、強制仲裁条項を挿入するようになった。これにより、投資家は証券会社との紛争について原則として仲裁に付さなければならず、規則 10b-5 違反などを理由として裁判所に訴訟を提起することができなくなった。仲裁機関は NASD など自主規制機関が運営するものであるが、証券会社がスポンサー

となっている点でその中立性に疑問が持たれるところであるし、裁判例上、仲裁人の判断については、それが法を明らかに無視している場合に限り司法審査に服すると解されており、実質的に司法審査への道を閉ざすものとしてその有効性が問題となった。しかしながら、連邦最高裁は、McMahon事件においてこのような強制仲裁条項の有効性を認めた。その結果、1990年代ころには、投資家と証券会社との間の証券の売買に関する紛争は、ほとんど仲裁に付されるようになり、訴訟は見られなくなったという (Gedicks, SUITABILITY CLAIMS AND PURCHASES OF UNRECOMMENDED SECURITIES: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability, 37 Ariz. St. L.J. 535 2005, 565)。

○Shearson/American Express Inc. v. McMahon, 482 U.S. 220 (1987)

原告は、被告証券会社の従業員が、過剰取引を行った、あるいは不実表示をした等の規則10b-5違反を主張して、被告に対して損害賠償を請求した。原告が被告との間で締結した口座開設契約には、強制仲裁条項があったため、被告は訴えの却下を求めた。連邦最高裁は、自主規制機関による仲裁手続について、SECによる監督が及ぶようになっているため、仲裁に対する不信は存在しないとして、強制仲裁条項の有効性を認めた。

もっとも、仲裁は、投資家にとっても、簡易迅速に判断が得られること、仲裁人は専門家であるので、訴訟の場合のように陪審員に対して証券の内容等について説明する必要がないこと等の利点があり、仲裁判断も常に投資家にとって不利な結論になるとは限らず、50～60%の割合で投資家に有利な仲裁判断が示されているという (前掲Gedicks, 544 note 27)。

今日においては、インターネットの普及によってオンライン取引が急増したことから、オンライン証券会社に規則10b-5違反の責任を問うことができるかということが問題となっている。すなわち、規則10b-5は、証

券会社による詐欺的行為を対象としているから、投資家に対して証券会社が特定の証券の推奨をしたことが前提となっている。したがって、証券会社が単に投資家の注文を取り次いだだけの場合には、このような推奨がないので、原則的には規則10b-5違反の責任を負わない（Order Clerk理論）。もっとも、いわゆるフルサービスを提供する伝統的な証券会社については、投資家との間の継続的・対面的な関係を構築していることが多いから、そのような関係から、証券会社が投資家にとって適合性を有しないと思われる証券の注文を受けた場合に、注意を喚起する義務が認められる（その義務の違反が規則10b-5違反を構成する。）余地がある。しかし、オンライン証券会社は、サービスの提供を注文の取次ぎに限ることによって手数料を安くしているのであって、投資家も証券の売買に当たり証券会社から助言を受けることを求めているから、Order Clerk理論に従えば、オンライン証券会社は規則10b-5違反の責任を負うことはないことになる。けれども、オンライン証券会社を利用する投資家は、経験が浅く、収入も比較的低い層が多く、むしろ助言を必要としている投資家であるといえる。そのような投資家を救済するためには、Order Clerkに過ぎない証券会社であっても、投資家に対して適合性を有しない証券について注意を喚起する義務を認めるべきではないかということが議論されているのである（前掲Gedicks, 569-588）。