

金融取引における公正(fairness)の概念

はじめに

わが国ではいわゆる「金融ビッグバン」と呼ばれる金融システム改革が進行中である。「公正(fairness)」という概念は、この金融ビッグバンの3原則(フリー、フェア、グローバル)の1つでもあり、今後の金融法制のあり方を示すキーワードといえることができる。

「公正」という語は、法哲学や経済学の分野でも用いられてきたほか、証券取引法や独占禁止法などの制定法においても使われているが、最近では、今後の金融法制のあり方が議論される際にも多用されている。その一因としては、個人および法人企業部門における資金余剰基調の定着や高齢化社会への移行といった経済構造の変化のなかで、家計や企業の金融サービスに対するニーズが変化し、一段と増加したことや、技術革新および金融取引の自由化・複雑化に伴い、金融機能がリスクの適切な評価および仲介をより重要視するものへと変容したことなどを指摘できよう。すなわち、こうした金融環境の変化に伴い規制緩和が進むなか、取引当事者間の権利・義務関係を規律する民法や商法をはじめとする私法ルールの役割は従来以上に重要となることが予想されるが、そのあり方を考えるうえで1つの拠り所となる規範または原理が「公正」という概念なのではなからうか。

しかし、「公正」という概念の意味・内容はかなり漠然としている。「公正な取引」、「公正なルール」、「公正な価格」など、「公正」という語は多用されるが、法的にはいかなる意味・内容を持つものであろうか。

本稿は、こうした問題意識に基づき日本銀行金融研究所に設けられた「金融取引における公正(fairness)の概念に関する法律問題研究会」における議論を、1つの整理として取り纏めたものである。同研究会では、本稿で取り上げる金融取引の具体例について、そこで意味される「公正」とは何かを分析・検討し、「公正」概念を手掛かりに金融法制・取引ルールのあり方を議論した。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第 1 章において、「公正」概念を考えるための手掛かりとして、法学と経済学における「公正」概念の整理を試み、2つの視点を提示した後、本稿が取り上げる具体例を簡単に紹介することにより問題提起を行う。次いで、第 2 章において、「公正」概念が問題となる具体例について分析・検討を加える。そのうえで、第 3 章において、「公正」概念の捉え方を整理することを試みる。

「金融取引における公正（fairness）の概念に関する法律問題研究会」メンバー

（五十音順）

東京大学	神田秀樹
東京大学	中里 実
東京大学	能見善久
学習院大学	前田 庸（座長）
東京大学	柳川範之
神戸大学	山田誠一
日本銀行	大川昌男
同	翁 邦雄
同	木下智博
同	高橋 亘
同	林麻里子

.....
当研究会において、北村行伸一橋大学経済研究所助教授（慶応大学客員助教授）、石田和彦、本多正樹、丹治芳樹、岡田豊、清水誠一（以上、日本銀行）より有益なコメントをいただいた。また、本稿の作成にあたっては、亘理光、寺山大右（以上、日本銀行）より多大な協力を得た。

．問題の所在

1．法学と経済学における「公正」概念

本稿は、金融取引を巡る具体的な事例・ルールを素材としながら、「公正」概念を手掛かりに金融取引法制のあり方を検討するものである。本稿が取り上げる具体例を簡単に紹介する（第 2 章第 2 節参照）前に、「公正」概念が法学と経済学において、どのように理解されてきたかを簡単に整理し、分析・検討のための視点を探ることとしたい。

(1) 法学における「公正」概念

イ．法哲学における「公正」概念

「公正 (fairness)」は、法哲学の分野ではたびたび「正義」と関連づけて議論されてきた¹。例えば、ジョン・ロールズは、正義の重要な要素は「公正」理念であるとする自らの正義観を「公正としての正義 (justice as fairness)」と呼び、以下のように論じた。ロールズは、伝統的な社会契約論における「自然状態」に相当する「原初状態 (original position)」を、「各人が世の中についての十分な知識を備え、それに基づいて自らの利益を追求しようとはするが、自分の能力や地位、社会的身分、富などの個人的な境遇についてはわからない状態」と捉え、そのような「原初状態」にある個人が相互に協力して社会制度のあり方を考えるとした場合、全員一致で合意がみられるような「公正」には次のような 2 つの原則がある、とした。

第 1 原則は、「各人は、他の人々にとっての平等な自由と両立しうる、最大限の基本的自由への平等な権利を持つべきである」とするものである²。すなわち、原初状態にある参加者は、自らのライフプランを実行するための基本的自由を「平等に分かち合う」ことを望む。しかし、例えば、個人の運・不運や人生の紆余曲折を考えれば、たとえスタートラインが平等であっても、経済的・社会的不平等が生ずることもあろう。原初状態にある個人はこのことを事前に承知しているため、後に生ずる不平等を是正し、より実質的な平等を実現すべく、2 つ目の原則を採択することになる。

その第 2 原則とは、「社会的・経済的不平等は、それらが (a) あらゆる人の利益になることが合理的に期待され、かつ (b) 全ての人々に開かれた地位と職務に付随するように、配置されるべきである」というものである³。この第 2 原則について、ロールズはさらに「格差原理」と呼ばれる限定を加え、前述の「あらゆる人の

1 「正義」概念に対してこれまでどのようなアプローチがなされてきたかを概観するものとしては、平井 [1995] 93～110頁、森末 [1999] 等を参照。

2 Rawls [1971] 60頁、佐々木 [1989] 166～167頁。

3 Rawls [1971] 60頁、佐々木 [1989] 167頁。

利益」を「最も恵まれない人々の最大の利益」と修正している。すなわち、ルールズは、より恵まれた人々の経済的状況が改善されることは、それと同時に最も恵まれない人々の経済的状況が改善される場合に限って公正であると論じた⁴。このような「公正」概念の基礎にあるのは、「平等」を重視する考え方であった⁵。

ロ．実定法上の「公正」概念

一方、実定法においては、「公正」という概念は、個々の具体的なケースに関する裁判の積重ねの過程で形成されるものと考えられてきたように思われる。それは、ある命題から演繹的に導かれる考え方というよりも、むしろ帰納的に形成されるものなのかもしれない。

その一例として、会社法の分野で議論される合併比率の「公正」と呼ばれる問題がある。例えば、支配会社と従属会社の合併の際の合併比率は、どのような場合に「公正」ないし「不公正」となるのかという問題である。この点については、従来より多くの論点が指摘されている⁶。また、この問題にアプローチする方法として、「公正」を以下のように定義し、それらの視角から判例や学説の議論を分析することが有益であるとする考え方もみられる⁷。それによれば、「公正」とは、当事者（株主あるいは投資家）の合理的な期待（expectation）を保護することであると定義しうるほか、この定義をより厳密化すれば、ある当事者が他の当事者をねたまない状態にあるという意味で、双方の地位が「平等」に扱われる場合をもって「公正」とすることもできる。

ハ．取引ルールを検討する際の視点

このように、法学における「公正」概念の意味についてはさまざまな議論があるが、本稿において取引ルールのあり方を検討する際にはどのように考えるべきであろうか。「平等」を重視する上記イ．およびロ．の議論を手掛かりとすれば、「公正」概念には「機会の平等」と「結果の平等」という2つの概念が内包されていると考えられないだろうか。

ここで、「機会の平等」とは、各人に取引機会が平等に与えられること、および、その状態を確保するための環境が整備されていることを意味する。これは、取引締結時に平等が確保されているか否か（事前の平等）を問題とし、その時点で何らかの平等が確保されるよう配慮することが、弱者を含むすべての取引主体の合理的期待を保護し、望ましいとする考え方である。一方、「結果の平等」とは、取引の結果に不平等が生じたならば、必要に応じて何らかの是正措置を講じることを意味する。

4 Rawls [1971] 76～80頁、佐々木 [1989] 170～176頁。一方、ベンサム流の功利主義（utilitarianism）は、「最大多数の最大幸福」を提唱し、社会を構成している人々の効用の合計の最大化を図ることが公正であるとの立場を採る。これによれば、分配の問題は社会全体の幸福の最大化という一種の資源配分の効率性追求に付随して解かれることになる。福岡 [1986] 276頁。

5 福岡 [1986] 281頁、佐々木 [1989] 167頁、森末 [1999] 106頁。

6 例えば、江頭 [1995] 269～305頁。

7 神田 [1985] 338～339頁。

(2) 経済学における「公正」概念

経済学においては、「公正」という語は、所得分配の問題を表現するものとして用いられることが多い(「所得分配の公正」)。すなわち、これは、通常「パイをどのように切るか」という問題を指す概念であり、「何をどれだけ」「どのように」生産するかという、資源配分の「効率性」(「所与の資源でいかにしてパイを大きくするか」という問題)としばしば切り離しうる概念として用いられる。しかしながら、資源配分の「効率性」を論じる際にも、「公正」さはさまざまな形で認識されているように思われる。以下、所得分配の「公正」について敷衍したのち、資源配分の「効率性」をサポートする概念としての「公正」について述べることにする。

イ．所得分配の「公正」

所得分配の「公正」とは、社会全体に発生した余剰をどのように分配するかという問題である。資源がたとえ効率的に配分されたとしても、それが市場メカニズムを通じて「望ましい」所得分配に繋がるとは必ずしもいえない。例えば、ある人が他の人よりも裕福なのは、彼が遺産相続や贈与を受けたからかもしれないし、またある人の給料が高いのは、その人がより高度な教育を受けることができる恵まれた環境で育ったからかもしれない。ある人が金融取引でより利益をあげるのは、その人がもともと多くの富を有しているからかもしれない。このようにして生じうる分配上の不平等がそのまま放置されるのが望ましくない場合もあろう。市場メカニズムは、当初の資産賦存量に応じた果実を各人に帰属せしめるに過ぎず、その意味で効率的な資源配分を実現するに過ぎないので、その結果が倫理的見地からみて「公正」な分配に一致する保証はない⁸。そこで、ある社会にとって「望ましい」所得の分配とは何かが問題となり、より「望ましい」(より「公正」な)分配を実現するために国家が所得の再分配を行うことが必要となる。国家が所得再分配政策を実施するためのツールには、税制や社会保障などのセーフティネットの提供がある。

所得をどのように分配することが「公正」であるかという基準についてはさまざまな考え方があり、基本的には「貢献 (merit) に対する分配」と「必要 (need) に応じた分配」の2つが古くから対立しているといわれている⁹。「公正」とは所得分配が平等であること、すなわち、結果としての貧富の差が少ないこと(所得の平準化)を意味するとの考え方もある¹⁰。

ロ．効率性と公正性の不可分性

このように、所得分配の「公正」性と資源配分の「効率性」とは切り離しうる概念として用いられることがあるが、所得分配の「公正」性が生産に対する経済主体

8 福岡 [1986] 41頁。

9 福岡 [1986] 276頁。

10 平井 [1995] 110 ~ 113頁。

のインセンティブに与える影響を考えれば、所得分配の「公正」の問題と資源配分の「効率性」の問題とを切り離さずに捉えることが適切である。例えば、所得の再分配を行えば、人々の勤労意欲や貯蓄意欲が低下し、生産低下を招くため、所得分配の「公正」を実現することと資源配分の「効率性」を達成することとは、トレードオフの関係に立つ¹¹。したがって、生産や投資へのインセンティブに対する影響を無視した形で所得分配の「公正」を実現しようとするれば、資源配分の「効率性」は著しく損なわれかねない¹²。逆に、以下の具体例でみるとおり、分配のルールを各経済主体のインセンティブに配慮したものとすれば、すべての経済主体がより大きなパイを享受できる（資源配分の「効率性」が高まる）場合もある。

地主と小作人という2者間の生産・所得分配モデルを考えてみよう。作物の生産に対する地主の貢献度は生産量にかかわらず一定（土地を提供すること）である一方、小作人の努力は生産量を左右すると考えるのが自然であろう。ルールAの下では、すべての生産物を1対1の割合で分配する。ルールBの下では、生産量100までは地主の取り分、それ以上は小作人の取り分とする。この場合、ルールAとルールBとでは、どちらの方が「公正」あるいは「効率的」であるといえるであろうか。

所得分配の平等という観点からは、ルールAの方が「公正」であると考えられるであろう。ルールBはどのように評価されるべきであろうか。小作人がいくら努力しても、その土地の生産量が100以下の場合には、ルールBの下では小作人の取り分はなく、あまりに不平等な結果となるという意味で、ルールBは不公正なルールであると評されるかもしれない。一方、小作人が平均的な努力さえすればその土地の生産量は簡単に200を上回るような場合、ルールAの下では、小作人はいくら努力しても限界的な（200を超える）生産物の半分しか手元に残らないが、ルールBの下では、限界的な生産物すべてが限界的な努力（インプット）を加えた小作人の手元に残る。したがって、ルールBを採用した場合の方が生産に対する小作人のインセンティブは、より高くなる。このように、インセンティブを加味して考えた場合、常に平等な分配を保障するルールAよりも、ルールBの方が効率的なルールであり、また、結果的に地主・小作人ともより大きなパイを享受できることになる。

つまり、経済主体のインセンティブに着目すれば、所得分配の「公正」という概念を資源配分の「効率性」と切り離して捉えることが適切ではない場合が少なからず存在すると考えられる。

八．資源配分の効率性をサポートする概念としての「公正」

このように、「公正」性と「効率」性を切り離すことは適当ではないともいえるが、資源配分の効率性について今一度考察を加えてみると、市場メカニズムの効率性を主張するうえで、経済学における最も基本的なモデルである完全競争の枠組み

11 スティグリッツ [1995] 718～720頁。

12 スティグリッツ [1995] 718～720頁、平井 [1995] 110～113頁。

の背後にも「公正」の問題は潜んでいる。すなわち、限られた資源をどのように使い、何をどれだけ生産するかという問題について、経済学では、社会全体が分かち合えるパイをできるだけ大きくするために、完全競争の市場を通じて資源をできるだけ無駄なく配分することが望ましいと考えられている。完全競争市場においては、効率的な資源配分が実現され、それにより社会全体の所得総額も最大となる¹³。

ところで経済学における完全競争市場では、以下のような条件が仮定されている。(1)各財・サービスの市場において成立する価格に関する情報は、すべての経済主体に瞬間的にかつ無費用で伝達されるため、すべての経済主体はどのような取引機会が存在しているかを知っていること、(2)各経済主体が市場のサイズに比較して十分に小さく、したがって各経済主体の需要・供給行動が、市場に対してそれと認められるほどの影響力を持ち得ないこと、そして(3)利潤機会を実現する可能性は誰に対しても平等に開かれていること、の3点である¹⁴。換言すれば、これらの条件は、市場参加者の取引機会の平等が確保されていること(上記(3)の条件)、および、情報や市場参加条件の格差が是正されていること(上記(1)および(2)の条件)であり、達観すれば、市場参加者が取引機会の平等を享受できるという意味で「公正」な取引環境が整備されていることである。このように考えれば、競争促進的な市場環境を整備することが「公正」であるとも考えることができるように思われる。このような意味の「公正」は、資源配分の「効率性」をサポートする概念であると考えられる。

二．取引ルールを検討する際の視点

以上の考察を整理すると、経済学における「公正」概念には、2つのタイプが存在するということができる。1つは、最適な資源配分を達成すると説かれる完全競争市場を実現するための取引環境を整備することを意味するものであり、これは資源配分の効率性をサポートする概念と呼ぶことができる。例えば、「公正」な競争といった言葉が使われる場合には、「公正」という語は資源配分の効率性をサポートする概念として使われていると考えられるのではなからうか。

今1つは、所得分配の「公正」という概念である。この「公正」概念は資源配分の「効率性」と独立なものとして用いられることが多い。もっとも、前述のとおり、経済主体のインセンティブに注目すれば、所得分配の「公正」と資源配分の「効率性」とを切り離して捉えることは妥当ではない。この点は、金融法制・取引ルールのあり方を考えるうえでも、きわめて重要であると思われる。

13 そのような資源配分のあり方はパレート最適な資源配分、すなわち、他の誰かの状態を悪化させることなしには、もはやどの1人の状態をも改善することが不可能である状態を達成する。

14 奥野・鈴木[1988] 4～5頁。

(3) 小括：法学と経済学における「公正」概念の比較

上記(1)および(2)においては、法学と経済学における「公正」概念を整理することを試みた。2つの分野における「公正」概念が互いに関係にあるかを検討することは本稿の目的ではないが、以下のような点が、本稿において金融取引法制のあり方を考える際の手掛かりとなるように思われる。まず、「公正」という概念は、経済学においても法学においても、大きく分ければ、2つの異なる概念を意味している。そして、それぞれにおける2類型は、かなり同質的であると考えられる。すなわち、法学のいう「機会の平等」と、経済学のいう資源配分の「効率性」をサポートする意味での「公正」概念は、金融取引においては、「取引を促進するために、各経済主体の取引機会の平等が事前的に確保されるような取引環境を整備すること」を含意していると考えられる(以下、「取引環境整備」と呼ぶ)。他方、法学のいう「結果の平等」と、経済学のいう所得分配の「公正」は、金融取引の当事者の一方が何らか(例えば、情報、交渉力、判断能力等)の意味で劣位者であると考えられる場合に、「劣位者を保護するために、事前的であると事後的であるにかかわらず何らかの措置を採ること」を含意していると考えられる(以下、「弱者保護¹⁵⁾」と呼ぶ)。

「公正」という概念については、もちろん上記以外にもさまざまな考え方があるであろう。しかし、本稿では、あえてこの2つの意味に焦点を当て、それぞれの視点から金融取引の具体例について分析・検討を加えた場合の考え方の違いを浮彫りにすることにより、渾然一体となっている「公正」概念を整理することを試みる。

2. 「公正」概念が問題となる具体例

(1) 分析・検討の範囲

「公正」概念を手掛かりに金融取引法制のあり方を検討するうえで、本稿がどのような具体例を素材にするのかという点について、若干の説明をしておきたい。

本稿は、金融取引の「公正」を実現するために金融サービスや金融市場の利用者を保護するルールとして近年注目されている、説明義務および適合性原則を取り上げる(後述事例1および事例9参照)。説明義務や適合性原則については、「新しい金融の流れに関する懇談会」や金融審議会等でも取り上げられているが、本稿では、これらのルールの根拠や目的は何かという点に立ち帰って、あらためて分析・検討を試みることにしたい。

15 なお、本稿が第 4章以下で具体例について分析・検討を行う際に金融取引の一方を「弱者」と捉える場合、それは必ずしも投資家の一般的属性に着目した捉え方ではなく、当該当事者が情報、交渉力、判断能力等の点においてその相手方よりも相対的に劣位にあることを指すものである。したがって、情報劣位者とは取引当事者間で相対的に情報を有さない投資家を意味し、例えば、機関投資家であっても、インサイダー情報を有する内部者と比べて情報「弱者」であると捉えることとする。

次に、消費者保護に目を転じてみると、消費者保護ルールは取引の「公正」性を確保するためのものであると認識されている¹⁶。「消費者契約法(仮称)」に関する近年の議論においては、金融取引と関連するものとして抗弁切断条項およびクーリング・オフなどが取り上げられている¹⁷。したがって、本稿でもこの2つの具体例を検討対象に加えることとしたい。

さらに、金融取引と関連の深い制定法のなかには、「不公正取引」を禁止するものがある。なかでも、証券取引法は不公正取引として、インサイダー取引、損失補填、相場操縦などを禁止している。また、独占禁止法も「不公正」な取引方法を禁止しているが、貸出取引については、金融機関による優越的地位の濫用等が論点となりうる。したがって、本稿でもこれらを取り上げることとする。また、損失補填と関連して、証券会社が特定顧客にVIP口座を通じて便宜を図ることが「不公正」であるとして問題となったことがあったが、顧客ごとの取扱いの格差および取引所価格に基づかない価格での取引(市場集中原則)についても併せて検討する。

これらの事案に共通している点は、それらが従来「公正」という概念を曖昧にしたまま論じられてきたことである。そこで、「公正」という概念の意味を明確化するうえで、抽象的な議論を行うよりも、むしろ具体例に即して検討を加えることの方が有用であると考えられる¹⁸。第1節でみたように、「公正」概念は「平等」という概念と親和的であるが、それと対立する概念である「不平等」、すなわち格差が上記の素材の多くにおいていかなる点で生じているかを整理すると、情報、交渉力、判断能力の3つの類型に分けられる。さらに、いくつかの例では、シグナル(情報発信)機能を有する「価格」の「公正」性が問題となりうる。こうした視座に立って、本稿では独禁法、証券取引法、消費者法といった法分野ごとの整理を用いずに、情報の格差の問題、公正な価格形成の問題、交渉力の格差の問題、および判断能力の格差の問題というように、事案の特徴ごとに4つの類型に具体例を整理して議論を進めることとする。

なお、例えば信条や性別等による差別の禁止(憲法14条)や、外国企業のわが国市場への参入規制等、いわゆる公法的観点から「公正」あるいは「平等」が問題となる事案は金融取引においても存在するが、本稿は、とくに取引ルールのあり方に関わるものを取り上げることとした。

16 例えば落合[1998]は、消費者法の存在理由を「市場の失敗」と「公正性」に求めている。同論文は、「公正性」の意味を、近代経済学における「所得分配上の公正性」と捉えるのが適当であろうとしつつも、必ずしもそれに限定されないとして、以下のように述べている。「この関係で伝統的に法律学では、正義、公平、信義、公序等が正当化の根拠として使われてきた。ただしこれら正義等による正当化は、しばしば論者の意味する正義等が具体的に何かが明確にされないまま漠然たる形で主張される場合も少なくない。かかる場合は、単なる確信的結論のみの表明に過ぎず、学問的・客観的な検討・議論が著しく困難であり、従って十分な論証にならないと思われる。やはり正義等を論拠とする場合でも、論者の意味するところが客観的に検討可能な具体的なものとして主張されるべきである」。落合[1998]6頁。

17 国民生活審議会消費者政策部会、消費者契約適正化委員会(第15回)議事録、平成10年7月23日参照。

18 もっとも、本稿は、「公正」という語の用いられ方を網羅的に検討しようとするものではない。

(2) 具体例

以下では、本稿が素材とする具体例を紹介するとともに、それに係る論点を例示しながら問題提起を行うこととする。以下の具体例に関する分析は、次章で行うこととする。

イ．情報の格差

【事例1】説明義務

Xは変額保険を紹介したテレビ番組を見てこれに強い関心を持ち、既往取引のなかったA生命保険会社に出向いたところ、さらに勧誘を受けた。応対したAの従業員YはXに対してことさら商品のリスクに関する説明もせず、Xも何の質問もしないまま変額保険を購入した。Aの運用実績は悪化し、Xにはわずかの解約返戻金しか残らなかった。XはYの勧誘方法が違法であったと主張し、損害賠償を請求した。

事例1において、YはXに対し、商品に関する何らかの説明をする義務を負っていたと考えるべきだろうか。判例上、金融機関は商品に関する情報を顧客に提供しなければならないという説明義務が広く認められているが、かかる義務の根拠については信義則や社会通念等、抽象的な説明がなされているに過ぎない。複雑な金融商品に関する取引においては、当事者の一方に説明義務が課されるのはなぜだろうか。金融商品の取引と、例えばパソコン等の販売とでは、情報提供義務について差異があるのであろうか。

【事例2】インサイダー取引

建設会社Xの役員Iは、Xが会社更生を申請するという内部情報を得て、申請直前にX社株を空売りして利益を得た。

事例2のように、Iがインサイダー情報を利用して利益を得ることは禁止されている。Iが、自分とその他の投資家との情報の格差を利用してはならないのはなぜだろうか。

【事例3】第三者の取扱いに関する情報の不開示

X銀行では、顧客Aから500万円の3カ月定期預金を0.3%の金利で受け入れたが、他方、新規獲得した顧客Bからは、同じく500万円の3カ月定期預金を0.4%の金利で受け入れていた。X銀行はBとの取引条件がAと異なっていることを、Aに対しては開示していなかった。

事例3において、AとBの金利に格差があつてよいだろうか。また、XはAに対して、第三者(B)とどのような取引を行ったか(例えば、いくらを付与したか)を開示する必要があるだろうか。

ロ．公正な価格形成

【事例4】損失補填・損失保証

X証券は、大口顧客であるAに対して、ある銘柄の株式の取引を推奨し、それによりAが損失を蒙った場合には損失を補填することを約束した。

事例4のような損失補填の約束についてはどのように考えるべきであろうか。金融機関が長期的取引関係を考慮して特定の顧客を優遇することに、何らかの問題があるのだろうか。

【事例5】相場操縦

A、B、Cの3人は、X社の株価を上昇させることにより他の投資家によるX社株の売買を誘引できると考え、同社株を大量に買い付けた。同社の株価は急騰し、3人はそれを売却することにより多大な利益を得た。

事例5においてA、B、Cが行った取引は、違法な相場操縦であると考えられる。もっとも、こうした取引は現実に証券の需給に影響を及ぼすにもかかわらず、禁止されるのはなぜだろうか。取引の注文の出し方等、取引手法に違法性があるのだろうか。

【事例6】市場集中原則

X証券は、東京証券取引所で100円で取引されている株式を、大口顧客Aの損失を補填するため、Aに90円で取得させた。

取引所以外の場で取引を行うことは従来禁止されていたが、それはなぜだろうか。取引価格が「公正」であるか「不公正」であるかは、どのように判断されるのだろうか。

ハ．交渉力の格差

【事例7】抗弁切断条項

顧客XはB電器店でテレビを購入し、その代金をクレジット・カードで支払ったが、テレビが欠陥品であったことが判明したので、それを理由にカード会社

に対する支払いを拒否した。ところが、カード会社は会員規約において「カードの利用による買い物に対する紛議はすべて会員と加盟店との間で処理し、会員はこのため当社に対する支払いを怠ることはできない」と定めていることを理由に、Xに対し支払いを請求した。

事例7において、購入したテレビが欠陥品であったにもかかわらずXはその代金を支払わねばならないとすれば、Xは不利益を蒙るが、このような抗弁切断条項は禁止されるべきだろうか。販売契約と与信契約が密接不可分である場合はどのように考えるべきか。カード会社が販売者と全く無関係な第三者である場合には、どのように考えるべきか。

【事例8】融資条件の一方的変更

A銀行はX社に対して短期融資を継続して行い、X社の経営にもある程度関与していた。近年、Aの自己資本比率が著しく低下したことから、Aは最近になって債務者全般の信用度を再検討した。その結果、X社の経営内容に変化はなかったが、従来よりも数倍高い金利を徴収しなければならないことが判明した。X社が金利を支払わなかったためAは融資の更新を拒否した。

事例8のように、金融機関が短期融資の更新を拒否することをどのように考えればよいだろうか。金融機関が借手に対する優越的な地位を濫用していると考えられるだろうか。A銀行の事情は、どのように勘案されるべきだろうか。

二．判断能力の格差

【事例9】適合性原則

証券会社の外務員Aは、顧客Xに対して、電話でワラントを勧めた。Xが「ワラントはよくわからない」と言ったので、AはX宅を訪れ、説明書を使ってワラントの仕組みやリスクの程度などについて説明し、Xの質問に対しては丁寧に答えた。

金融機関が投資家の投資適格性やニーズに適合しない商品を販売ないし勧誘すること自体を違法とすべき場合があるだろうか。たとえ商品に関する十分な情報が与えられても投資判断を下す能力がない投資家とは、具体的にはどのような主体であろうか。

【事例10】クーリング・オフ制度

証券会社の外務員Aは、数日間連続して顧客X宅へ通い、証券売買を勧誘した。XはAの強引な勧めを断りきれずに証券を購入したが、後日相場が下がり始めたこともあり、解約したいと思っている。

事例10において、Xにクーリング・オフの権利が認められるべきだろうか。現行法上、クーリング・オフは、訪問販売法や割賦販売法等の適用のある商品のほか、一定の金融取引についても個別業法により認められているが、金融取引一般について広くクーリング・オフ制度を設けるべきだろうか。

。「公正」概念が問題となる具体例の分析・検討

本章では、第 2 章第 2 節で紹介した具体例を、その特徴ごとに整理し、(1)情報の格差、(2)公正な価格形成、(3)交渉力の格差、および(4)判断能力の格差の4つの類型に分けて検討していくことにする。各事例については、まず、問題提起を行い(イ.)、続いて関連規定、判例や学説等について整理を試みたくえで(ロ.)、分析・検討(ハ.)を行うこととする。各分析・検討を行う際には、前章で述べた「取引環境整備」の視点と「弱者保護」の視点を用いる。まず、情報格差の問題に関する事例から取り上げていきたい。

1. 情報の格差

第 2 章第 2 節で列挙した具体例のうち、事例 1 から事例 3 は取引参加者間に情報の格差が存在するものである。事例 1 (説明義務)では、金融機関は金融商品の仕組みやリスクに関する詳細な情報を有するが、顧客はそれに比べて情報劣位の状態で取引を行っている。事例 2 (インサイダー取引)では、一部の投資家は内部情報を有しており、その他の投資家に比べて情報優位の状態で取引を行っている。また、事例 3 (第三者の取扱いに関する情報の不開示)では、金融機関が顧客間に取扱いの格差を設けているか否か、あるいは第三者とはどのような取引を行っているかを顧客は知らないまま取引を行っている。

金融取引においては、取引当事者間に情報の格差が存在することは当然とされることが多い。例えば、一般投資家は専門家でないがゆえに専門家である業者に資金運用を委ねている。また、投資家間においても情報の格差が存在するからこそ取引が行われるとも考えられる。このような分業の利益や情報格差を前提としても、取引の際、当事者間の情報格差は是正されなければならないであろうか。また、一般論としては、各経済主体は自ら情報を収集することが取引の前提であると考えられ

なくはない。かりに情報の格差が是正されなければならないとすれば、どのような目的のため、どの程度是正されなければならないであろうか。以下では、(1)説明義務、(2)インサイダー取引、および(3)第三者の取扱いに関する情報の不開示について、分析・検討を加えることとする。

(1) 説明義務

イ．問題提起

近年、金融機関の説明義務違反が争われた事件が数多くみられ、そこでは金融機関がその顧客に商品の内容(とりわけ、仕組みやリスク)についてどの程度説明すべきかが問題となっている。その一因としては、金融商品の自由化・複雑化に伴い、取引当事者間でリスクの所在など金融商品の内容に関する情報量の格差が拡大しているという事情があろう。こうしたなか、近時立法された「金融システム改革法¹⁹」は、新たに銀行や保険会社の説明義務に関する規定を設けた。

しかしながら、そもそも顧客は理解できない商品の購入を強制されるわけではなく、取引をしない自由もあるはずである。各取引当事者が商品に関する説明を自ら求めるのが本来の姿であり、法律がわざわざ一方当事者に対して「説明する義務」を課す必要はないようにも思われる。説明義務の目的・根拠は何であろうか、また、説明義務の内容(範囲・程度)はいかなるものであろうか。

ロ．関連規定・判例・学説の整理

(関連規定)

民法には説明義務を定めた具体的な規定はない。詐欺(民法96条)および錯誤(民法95条)の規定は、取引当事者の一方が情報を提供せずに取引した場合、その相手方が詐欺や錯誤を主張することによって契約が取消・無効となる可能性があることを意味するに過ぎず、それらから直ちに説明義務を導くことができるわけではない。そのため、判例は、説明義務の実定法上の根拠を民法の一般条項である信義則(民法1条2項)に求めている。

金融システム改革法は、新たに銀行および保険業者の説明義務に関する規定を設けた。まず、改正銀行法は、銀行は業務全般について、総理府令・大蔵省令に定めるところにより、その業務に係る重要な事項の顧客への説明等の措置を講じなければならないとしている(12条の2第2項)。この規定を受けて、政省令は、銀行に対し、預金等との誤認のおそれのある商品について預金でないことや元本保証がないことを説明する義務を課しているほか、顧客へ商品・取引の内容・リスク等を説明する際の社内規則を整備することを求めている。このほか、投資信託の窓口販売を行う登録金融機関には証券取引法の行為規制の適用がある(証券取引法65条の2)。

19 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」、平成10年法律第107号(大部分は平成10年12月1日施行)。

また、改正保険業法は、保険会社は、総理府令・大蔵省令で定めるところにより、その業務に係る重要な事項について、顧客への説明等の措置を講じなければならないとしている（100条の2）。また、同法は、保険会社やその役員等が保険契約者に対して虚偽のことを告げること、ならびに、保険契約の契約条項のうち重要な事項を告げないことを禁止している（300条1項1号）。

その他、情報の格差の是正に関連する規定としては、証券取引法が、証券会社の使用人等が断定的判断を提供して勧誘する行為を禁止している（42条1項1号～4号）。また、証券会社は、顧客との契約前に取引の説明書を交付することを義務づけられている（40条）ほか、日本証券業協会の協会員は、証券先物・ワラント・信用取引について、あらかじめ顧客に対して説明書を交付し、取引の内容を十分説明するとともに、顧客の判断において取引を行う旨の確認書を徴求しなければならない（公正慣習規則9号6条の3）。

このほか、「消費者契約法（仮称）」の立法化に向けて1999年1月に公表された国民生活審議会消費者政策部会の最終報告²⁰は、事業者から消費者への情報提供に関するルールを設けることを提言している。同法は、金融取引に限らず、消費者契約の適正化を図るための包括的なルールとなると考えられている。消費者契約法最終報告によれば、事業者は契約締結の時点の社会通念に照らし、契約を締結しようとする一般平均的な消費者の判断を左右すると客観的に考えられるような基本的情報を、消費者に提供しなければならないこととなる²¹。ここでいう情報の「提供」は「個別具体的な消費者」の理解能力や属性に応じたものではなく、「一般平均的な消費者」が情報の内容を理解することができる程度の機会を提供することで足りると考えられている²²。

（判例）

判例は、証券会社、保険会社、銀行などの金融機関が、顧客に対してワラント、変額保険、インパクト・ローン、デリバティブ商品や投資信託など、取引に伴うリスク（危険性）が大きい金融商品を提供する場合に、当該商品の周知度が高い場合や当該顧客が当該商品に精通している場合を除き、顧客が契約を締結するか否かを判断するにあたって必要な情報を説明する信義則上の義務を金融機関に課している²³。金融機関がこの義務に反して勧誘を行い、そのために投資家が損害を蒙った場合には、金融機関に損害賠償義務が生ずる。なお、判例には、勧誘の態様や投資家の意思決定の慎重さ等を総合的に勘案して過失相殺を認めるものが多い。

説明義務の内容として判例の多くが共通して挙げている事項は、商品の基本的仕

20 「消費者契約法（仮称）の制定に向けて」、平成11年1月、国民生活審議会消費者政策部会（以下「消費者契約法最終報告」）。同法は、立法されれば、民法の特別法として位置づけられることとなる。消費者契約法最終報告[1999]21頁。

21 消費者契約法最終報告[1999]32頁。

22 消費者契約法最終報告[1999]34頁。

23 代表的な判決を詳細に分析した文献として、潮見[1998]参照。

組みおよびリスクの有無・程度である。例えば、スワップ取引ならば、リスクの有無、リスクの量、リスクヘッジの方法の有無とその内容²⁴、ワラントならば、ワラントの意義、権利行使価格や権利行使期間の意味、ワラントの価格形成メカニズム、および、ハイリスクな商品であり無価値となることもあることなどの説明が求められる²⁵。また、変額保険ならば、保険金や解約返戻金が株式等の相場変動の影響を受けることや、その結果元本割れの可能性があることなどが説明されなければならない²⁶。多くの判例は、説明義務の範囲・程度は商品のリスクの周知性および顧客の意向（投資目的）投資経験の長短や知識、理解力、判断力などによって定まり²⁷、説明の内容は投資家ごとに個別に判断されるとしている²⁸。判例には、顧客が商品の内容やリスクを「理解した」ことを見極める義務が金融機関にあるとするもの²⁹や、そこまでの義務まではないとするものがある³⁰。

（学説）

私的自治の原則によれば、契約締結のために必要な情報収集は各人が自己の責任において行うべきであり、情報の収集・分析の失敗によって生じた不利益は、かかる失敗を犯した者自身が負担するとされている³¹。学説は、かかる原則を金融業者と顧客の間の契約に関して部分的に修正する機能を果たすものとして、説明義務を捉えている³²。その目的・理由は、例えば以下のように説明されている。まず、金融取引に代表されるような現代社会における契約内容の複雑化・専門化や、事業者・消費者の情報格差を考えると、情報劣位者の契約自由を実質的に保障するため、および、消費者の事業者への信頼を保護するためには、情報格差を是正する必要がある³³。また、当事者の一方が専門家として知識・経験を有する者である場合、そうでない相手方は前者の知識・経験を信頼し判断せざるを得ないため、前者は後者が誤った判断をしないよう、後者の信頼に応える義務がある³⁴。このように、「投

24 例えば、仙台高判平成9年2月28日金融法務事情（以下「金法」）1481号57頁。

25 例えば、大阪高判平成7年4月20日金融・商事判例（以下「金判」）972号3頁。

26 例えば、東京高判平成8年1月30日金判995号21頁。

27 例えば、仙台地判平成7年11月28日金法1444号64頁、大阪高判平成9年1月28日金法1023号19頁。

28 例えば、大阪高判平成9年6月24日判例タイムズ（以下「判タ」）965号183頁。

29 例えば、大阪高判平成9年1月28日金判1023号19頁（「こうして顧客が判断能力を得たと確信したとき初めて取引の注文を受けなければならない」）、東京地判平成9年11月11日金判1031号37頁（「営業担当者としては、ワラント取引のハイリスク・ハイリターン（儲けも多いが損失を被る危険も大きい）という内容を十分に説明したうえで、（顧客が）自発的に購入する意思を持つに至ったかどうかを慎重に見極める必要があったものといえる」）。

30 前掲仙台高判平成9年2月28日参照。なお、証券会社の契約成立後のいわゆる助言義務について、投資家が間違った情報や認識の下で不当に不利益や損失を受けることがないよう、情報提供や適切な助言を行う信義則上の義務を認めた判例もある（大阪地判支判平成9年5月14日金判1026号36頁）。一方、危険回避の方法についてあらかじめ説明していることを理由に、助言義務を否定した判例もある（前掲仙台高判平成9年2月28日）。

31 横山 [1996] 129頁、山田 [1998a] 181頁。

32 小粥 [1996] (下) 92頁、山田 [1998a] 181頁。

33 横山 [1996] 130頁。

34 長尾 [1996] 171頁。

「投資家の自主的判断を誤らせないために」金融機関に対して説明義務を課すことを、「情報環境の整備」、すなわち投資家の意思決定の環境を構成する情報の整備と呼ぶ考え方もある³⁵。

こうした学説が金融機関の説明義務を認めるより実質的な根拠は、情報劣位者の後見的な保護である³⁶。もっとも、後見的保護の必要性を説く論者の間でも、投資家保護の捉え方には2通りあるとの分析がなされている。1つは、投資家の自己責任原則を排除し、投資者にとって望ましい投資判断を積極的に支援し、望ましくない投資勧誘から防御していくための後見的システムの必要性を説く考え方であり、もう1つは、投資家の「自己決定に基づく自己責任」原則が機能不全を起こしている限りで、自己決定基盤を回復させるための行為規範を定立しようとする考え方である³⁷。

これに対し、金融機関に説明義務を課すより実質的な理由は、市場機能を円滑化することにあるとの見解もみられる³⁸。すなわち、「取引先金融機関は顧客の利益を害するようにつけ込むことはない」という顧客の信頼があってはじめて業者の営業活動は可能となり、市場が円滑に機能する。したがって、業者が信頼を裏切った場合には一定のサンクションを受ける必要があり、また一定のサンクションが課されていることが業者への信頼を高めている、と指摘されている。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

「弱者保護」の視点からは、情報劣位者を保護するために金融機関に説明義務を課すと考えることになる。すなわち、情報の格差が原因となって顧客が損失を蒙る場合が多いため、顧客を保護するには情報の格差を是正することが必要であり、そのために、金融機関に説明義務が課されるとの考え方である。顧客の知識・経験等はそれぞれ異なるため、金融機関と顧客との情報格差の程度もさまざまであり、顧客を保護するために必要とされる情報も顧客によって異なることになる。このように考えると、どのような場合にいかなる説明義務が生じるかの判断は、取引の性質（金額の多寡、金融商品の周知度、日常的・非日常的など）、金融機関と顧客の間の情報格差の程度、顧客の金融機関に対する信頼の程度等によることになる。すなわち、「弱者保護」の視点から捉えた説明義務の目的は、情報格差を是正することそのものであり、顧客が「納得³⁹」するために必要な情報を顧客に与えることにあると考えられる。

35 小粥 [1996] (上) 119～121頁。

36 小粥 [1996] (下) 93頁。

37 潮見 [1998] (四・完) 363～366頁。

38 川浜 [1996a] 642頁。

39 もっとも、「納得」は必ずしも法律学の用語ではない。契約の成立には原則として意思表示（表示上の効果意思）の合致、すなわち「合意」が必要である。「納得」とは、契約の中心部分に関する効果意思を意味するとの考え方と、効果意思の周辺部分にある動機等に関わる何らかの理解を意味するとの考え方とがあり得よう。かりに「納得」を前者の意味として捉えたと、顧客が「納得」しないまま締結した契約は、法的にはそもそも成立していないことになる。したがって、契約が成立していることを前提としたうえで説明義務を問題とする場合は、「納得」という語を後者の意味で用いることになる。

しかし、このように説明義務を捉えると、金融機関にとってはいかなる説明をすれば義務を果たしたことになるかを判断することは非常に難しくなる。例えば、ある顧客には十分な説明であっても、他の顧客には不十分である可能性もあろう。また、ある程度定着した商品については重要なポイントのみを説明すれば足りるかもしれないが、複雑な新商品等については、より詳細な説明が必要となるとも考えられる。さらに、金融機関は顧客に聞かれた場合にのみリスクを説明すれば足りるのか、聞かれずとも積極的に説明しなければならないのか、契約締結後も将来に向かって助言義務（アフターケア義務）が発生するのかなど、いつの時点でどのような情報が提供されなければならないかも問題となる。

さらに、説明義務とは顧客が「納得」をするために必要な情報を提供する義務であると捉えるならば、説明義務が果たされたか否かについては、金融機関がどの程度の説明を行ったかに加え、どの程度顧客が取引内容⁴⁰について実際に理解したかがメルクマールとなると考えられる。顧客が取引内容について理解していなかったという事実は、実際には損失が生じてから主張されることが多いであろう。したがって、説明義務が果たされたか否かは、事後的な判断に左右されやすくなるのではなかろうか。

このように説明義務の内容（範囲・程度）が不明確であれば、当該取引は金融機関（情報優位者）にとって事後的に責任を追及されるかもしれないという法的不確実性を伴うことになるため、取引を行うインセンティブが低下し、ひいては投資家の投資機会を奪いかねない。また、説明義務の内容が曖昧であれば、ルールの実効性を確保するための措置を設けることや、裁判等における紛争処理にも多大なコストがかかる。

「取引環境整備」の視点

「取引環境整備」の視点から説明義務に関するルールを捉えると、どのように考えられるであろうか。金融機関に説明義務が課されるのは、それにより金融商品の仕組みやリスクに関する情報を持たない投資家も、情報提供を受けたうえで取引に参加することが可能となるためであると考えられる。この場合、説明義務は、取引を行ううえで必要とされる一定程度の判断材料を顧客にあらかじめ与えることを目的として課される。「弱者保護」の視点から説明義務を捉えた場合のように、義務の内容（範囲・程度）が個々の顧客の属性に応じて決まるとすれば、金融機関にとって行為規範が不確実なものとなるうえ、取引が縮小するといった弊害が生じかねない。したがって、「取引環境整備」の視点からは、義務の範囲は、むしろ事前に確定された客観的な基準により決定されるべきであろう。

40 ここで「取引内容」とは、必ずしも金融機関が行った説明自体の内容ではない。

説明義務の内容をこのように捉えた場合には、一定のリスク・カテゴリーに関する定型化された説明事項のリストを作成したり、係争時の立証負担を軽減するために一定の情報を記載した書類を顧客に渡せば説明（情報提供）がなされたとみなすルール（セーフ・ハーバー）を設けることも考えられる。その際、取引を類型化し（メルクマールとしては、取引の相手方ごと（プロ対アマ）など）、情報優位者に課される説明義務の内容（範囲・程度）を、類型ごとに定める方法もあり得よう。

もっとも、金融機関にとっては、顧客に適切な説明を行い金融サービスに対する顧客の満足度を高めることがビジネス基盤の確保に繋がると考えられるため、説明義務は法が課す行為義務ではないのかもしれない。したがって、説明義務の内容（範囲・程度）は、金融機関が自主規制などにより独自に決めれば足りるという考え方もあり得よう⁴¹。さらに、いかなる説明をどのように行うかについても、商品設計同様、各金融機関の競争力が試されることとなるため、説明義務は個々の金融機関が内部規則で定めれば足りるとも考えられる。もっとも、このように考える場合、金融機関の説明が理解できず「納得」がいかない投資家は、追加的説明を求めるなり、そうした商品・サービスを購入・利用しないなどの対応を採るということが前提となろう。

「消費者契約法（仮称）」が消費者契約一般について事業者と消費者の間の情報格差の是正を図ろうとしていることから明らかのように、情報格差に関するこうした問題は、金融取引に限って生ずるものではない。それにもかかわらず金融取引について、とくにこうした金融機関の説明義務が論じられる理由として、規制緩和および金融取引の自由化・複雑化が進行し、現在、金融取引がいわば「過渡期」にあるという事情を指摘できるのではなからうか。すなわち、近年の多数の投資勧誘事件の背景には、一般投資家が複雑な金融商品に未だ不慣れであることや、複雑な金融商品の仕組み等の周知度が低いという事情があったと考えられるが、今後は投資家の情報量や商品の周知度が高まっていくことも予想しうる。そのような場合には、提供されるべき情報量も自ずと減少するのかもしれない。金融機関の説明義務に関するルールについては、こうした事情を勘案して捉えるべきではなからうか。

信義則・詐欺との関係

取引当事者間の情報格差を是正するために金融機関に説明義務を課すルールを設けたとしても、民法の適用が排除されるわけではなからう。しかし、説明義務などのルールが整備されており、各取引当事者の取引機会の平等が確保されているならば、信義則などによる事後的な保護はむしろ例外的なものとして位置づけられるべきであろう。もっとも、各取引当事者の取引機会の平等が確保されていなかった場

41 例えば、米国においてはホールセール取引を対象としたデリバティブ取引に関する自主ルールが定められている。“Principles and Practices for Wholesale Financial Market Transactions”（ホールセール市場における慣行と原則）1995年8月。

合には、不測の損害を蒙った顧客を事後的に救済することが必要となることもあるかもしれない。

また、民法の詐欺のルールをより弾力的に運用することの可否も検討されてよいのではなかろうか。従来の判例のなかには、「詐欺的」ではあるが「詐欺」の伝統的な要件を満たさない行為を「説明義務」（信義則）違反とすることにより救済を図ったと解釈しうるものが含まれている⁴²。それらの事案における業者の行為の問題点は、業者が沈黙した（説明をしなかった）こと自体ではなく、逆に顧客に有利な面のみを強調するセールス・トークを行ったことにあるとも考えられる⁴³。そうであるとすれば、例えば、金融機関が金融商品について有利な面ばかりを説明した場合などは、説明義務の問題としてではなく、むしろ民法の詐欺（あるいは錯誤）の問題として捉え、その外延の拡張の可能性を検討する方が、説明義務と既存のルールとの関係を明らかにするうえでは望ましいのではなかろうか⁴⁴。以下で述べるように、米国では金融取引に限って「説明義務」が観念されているわけではなく、多くの場合「詐欺」の要件に該当するか否かが問題とされている点が参考になろう。

米国における議論

米国の判例をみると、わが国で説明義務として議論されているものに類似する概念は、duty to discloseである。そして、当該義務がいかなる場合に生じるかやその違反の有無は、どのような場合に金融機関が信認義務違反（breach of fiduciary duty）や詐欺（fraud）に基づく責任を問われるかという問題として議論されている⁴⁵。

まず、信認義務違反についてみると、判例は、ブローカーと顧客との間に信認関係が認められる場合には、受認者は顧客に対して重要事実をすべて開示する積極的な義務を負うとしている⁴⁶。ブローカーと顧客との間に信認関係が存在するか否かは、ブローカーが顧客の口座を「支配」していたかどうかや、顧客の理解力・経験

42 詐欺（民法96条）を認定するためには、欺罔者に、相手方を錯誤に陥れようとする点と、相手方に錯誤による意思表示をさせようとする点についての故意が必要である（大判大正6年9月6日民録23輯1319頁）。伝統的な解釈に従う限り、勧誘を行う側に2つの故意がなければ詐欺は認定されないと考えられる。

43 例えば、「株の3倍儲かる。いつでも株に換えられて危険はない」というワラントの勧誘がなされた事案（東京地判平成9年11月11日金判1031号37頁）や、変額保険の特別勘定の運用実績が9%を下回ることはないと強調する勧誘がなされた事案（東京高判平成8年1月30日金判995号21頁）を挙げることができる。

44 小粥 [1996] もこの点に言及し、説明義務違反による損害賠償の法理は、「合意の瑕疵」に関する既存の枠組みを動かすことが難しいため不法行為法により契約を裏側から修正するものであると分析している。さらに同論文は、「合意の瑕疵」に関する民法の規範の適用を回避しつつ実質的に契約解消と同等の効果をもたらす損害賠償を認める場合には、「合意の瑕疵」理論との整合性やそれを修正する根拠を正面から問題にする必要があることを指摘している。小粥 [1996] (下) 91～92頁。情報提供義務による詐欺の拡張とその限界について、森田 [1991] (2) 59頁参照。

45 説明義務、適合性原則などに関する文献として、例えばMarkham [1995]、Root [1991] 等参照。米国では、株式の信用取引、空売り、ベンチャー・キャピタルに関する私募等、さまざまな取引についてブローカーのduty to discloseが問題となってきた。なお、duty to discloseはブローカーに積極的な情報開示を要求するものであるため、affirmative duty to discloseと呼ばれる場合もある。

46 Restatement (Second) of Torts § 551 (2) (a) 参照。また、Langevoort [1996] 688～691頁参照。

の程度等により判断されてきた⁴⁷。この法理の適用を批判する学者も多く、また、金融取引においてはその範囲を狭く解する判例もみられる⁴⁸。

次に、詐欺⁴⁹についてみると、その要件は、事実と異なる表示がなされたこと (false representation) がかかる表示が重大な性質 (material) のものであったこと、欺罔する故意があったこと (intent to defraud) 当事者がかかる表示を正当に信頼したこと (justifiable relied) および、原告に損害が生じたことであると考えられている⁵⁰。情報の不開示が詐欺となるのは、一方当事者が duty to disclose を負う場合であるが、原則として取引当事者の間に積極的な情報開示義務はなく、一方の説明が他方を欺罔 (mislead) した場合などには、例外的に当該義務が生ずるといわれている⁵¹。

詐欺の要件として、顧客の信頼が正当であることが要求されるという点は、顧客の側にも一定の情報入手義務が課されていることを意味すると解釈しうる。例えば、業者のセールス・トークと、配布された説明文書の内容が食い違っており、セールス・トークではリスクは説明されなかったが、文書ではリスクは開示されていたという場合において、判例は、たとえ洗練されていない (unsophisticated) 投資家であっても、説明資料等を「読む義務 (duty to read)」があるとし、投資家が注意を少し払えば情報を得ることができたにもかかわらず「軽率に (recklessly)」行動した場合、金融機関の不実表示を「正当に信頼した」と主張することはできないとした⁵²。

47 例えば、過当取引が問題となった事案につき、Leib v. Merrill Lynch, Pierce Fenner & Smith, Inc., 461 F. Supp. 951 (E.D. Mich. 1978), aff'd., 647 F.2d 165 (6th Cir. 1981) を参照。近年では、機関投資家間のデリバティブ取引において不適切な販売方法等を理由とする損害賠償請求事件がみられたことから、機関投資家と金融機関との間にもそもそも信認関係の成立を認めるべきか否かが議論されている。機関投資家を巡る有名な事件としては、プロクター・ギャンブル事件 (Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270 (S.D. Ohio 1996))、ギブソン・グリーティングス事件 (Gibson Greetings, Inc. v. Bankers Trust Co., Civ. No. 1-94-620 (S.D. Ohio Sept. 12, 1994))、オレンジ・カウンティ事件、ミンメタルズ事件などがある。Rubinstein [1997] 参照。プロクター・ギャンブル事件においては、P&G社がバンカーズ・トラストに対して信認義務違反を含む多数の訴訟原因に基づく訴えを起こしたが、オハイオ連邦地裁は詐欺 (fraud) を除くすべての請求を棄却した。

48 Markham [1995] 375頁。

49 ここでは、判例によって確立したコモン・ロー上の詐欺を取り上げる。このほか、証券取引については、1934年証券取引所法10(b)条およびRule 10b-5の詐欺・不実表示禁止に関する一般条項を根拠として主張される詐欺もある。

50 Katara v. D.E. Jones Commodities, Inc., 835 F.2d 966, 970~971 (2d Cir. 1987) (株価指数先物取引に関する判例) 参照。

51 Keeton [1984] 737~740頁。また、信認関係が認められなくとも、各州の判例上、一方当事者に情報開示義務が生ずる場合もある。例えば、ニューヨーク州判例法上は、implied contractual duty to discloseが認められている。これによれば、事業を巡る交渉において、一方当事者が特定の情報に関して情報優位にあり、かかる情報が他の当事者には利用可能な状態にないこと、および、一方の当事者が、他方の当事者が誤った認識に基づいて行動していることを知っている場合には、情報優位者に情報開示義務が生ずる。Procter & Gamble Co. v. Bankers Trust Co., 925 F. Supp. 1270, 1290 (S.D. Ohio 1996)。

52 Brown v. E.F. Hutton Group, Inc., 991 F.2d 1020, 1032 (2d Cir. 1993)。この事件では、400人の個人 (unsophisticated) 投資家が、油田開発を行うリミテッド・パートナーシップに投資を行った際、目録見書にはそのリスクが述べてあったものの、口頭では「リスクはない、あるいは低い」と告げられていたことが問題となった。

このように、米国においては、わが国でいう説明義務の問題は、詐欺に関するルールを適用すること等により解決が図られている。

(2) インサイダー取引

イ．問題提起

インサイダー取引は不公正取引の典型例であると一般にいわれており、証券取引法で禁止されている。たしかに、会社役員等の内部者が一般投資家に知られていない内部情報を利用して当該会社の株式売買により利益をあげることは不公平であるといえることができる。しかし、その一方で、証券市場以外の金融市場ではインサイダー取引のような行為を禁止する法律はない⁵³。例えば、金融規制当局の内部者が市場介入に先駆けて金融先物市場で取引したり、このような情報を他人に漏らす見返りに何か利益を受けるような行為については、公務員や公的機関の監督法上の処分はありうるものの、他の取引参加者との平等や市場の公正などの観点からの規制があるわけではない⁵⁴。それではインサイダー規制の目的は何であろうか。情報量が「不平等」であること自体が不公正なのだろうか。

ロ．関連規定、判例、学説の整理

(関連規定)

証券取引法166条および167条は、内部者が上場会社等の業務等に関する重要事実を知った場合には、その重要事実が公表された後でなければ、当該上場会社の株券等の売買を行うことができないとしている。また、166条および167条に該当しないケースであっても、違法性の強い不公正な証券取引は157条違反として規制の対象となりうる⁵⁵。

インサイダー規制違反に対しては、3年以下の懲役または300万円以下の罰金が科される(証券取引法198条)ほか、インサイダー取引により得られた財産は没収される(証券取引法198条の2第1項1号)。このほか、インサイダー取引が証券取引法157条違反に該当し、それが民法709条の要件を満たす場合には、被害者への損害賠償請求義務が生ずると解されている⁵⁶。

53 もっとも、金融先物取引法74条7号を受け、同法施行規則25条1号は、「金融先物取引等の受託等の動向その他業務上知りえた特別の情報に基づいて自己又は委託者以外の第三者の利益を図る目的をもって、金融先物取引等の申込み、委託又は取次等(委託の媒介、取次ぎ又は代理をいう。以下同じ)をすること」を禁止している。

54 藤田 [1998] 584頁。

55 近藤ほか [1999] 227頁。なお、証券取引法157条は不公正な取引を包括的に禁止する一般規定であると理解されている。近藤他 [1999] 268頁。同条1号は、有価証券の売買等について「不正の手段、計画又は技巧をすること」を禁じている。

56 近藤ほか [1999] 240頁。

また、東京証券取引所は、適時開示と称し、インサイダー規制における「重要事実」にあたる事項を投資家に対して適時・適切に開示するよう要請している⁵⁷。この要請は、流通市場において価格形成が「公正」に行われるためには、その有価証券について適切な投資判断資料が提供されていることが前提となるとの考えに基づいている。

(学説)

インサイダー取引規制の根拠を巡っては、さまざまな学説が米国を中心に展開されてきた。なかには、インサイダー取引が行われることにより情報の伝播が速まり、証券価格はより迅速に会社の財務内容に関わる内部情報を反映するであろうから、インサイダー取引により資本市場の効率性が高まるとして、インサイダー取引を法律で規制しない方が望ましいと主張するものもみられる⁵⁸。しかし、多くの学説はインサイダー取引を規制すべきであるとしており、その理由をごく大まかに整理してみれば、以下のとおりである。

「不公平」であること

昭和63年の証券取引法改正により、インサイダー取引は明文上刑事罰の対象となった。インサイダー規制の立法趣旨は、「会社と一定の関係にある者が内部情報を知って、その公表前に当該会社の有価証券の取引を行うことは、一般投資家と比べて著しく有利となって極めて不公平であり、そのような取引が放置されれば証券市場の公正性と健全性が損なわれ、証券市場に対する投資家の信頼を失うこととなる」と説明されている⁵⁹。

「公正な」価格形成の阻害

これに対し、「何らかの信頼を損なっただけで刑事罰の対象となるということはありません」として、インサイダー取引を行った者に刑事罰が科される理由は、「情報の格差（情報上の優越的地位）を利用した投資判断の形成行為が市場における公正な価格形成を阻害することによる反公益性に求められるべきである」とする見解もある⁶⁰。この立場は、「公正な価格形成は投資家による『取引客体に対する』真摯な評価の積み重ねにより確保されるものであるところ、内部者取引の投資判断は他の投資家が知らない重要情報を自分だけが知っているという状況に基づいて形成された、取引客体の評価とは関わりのない投資判断であるところに市場阻害性がある」と主張する。

57 東京証券取引所、「会社情報適時開示の手引き」、1994年6月。

58 Carlton and Fischel [1983]、ラムザイヤー [1990] 158～162頁参照。

59 「内部者取引の規制の在り方について」、証券取引審議会報告書、昭和63年2月24日。

60 上村 [1997] 180頁。

「市場の効率性・流動性」の阻害

法と経済学の立場からは、インサイダー取引を放置しておく、取引相手がインサイダー情報を持っていることを警戒する市場参加者はいわば疑心暗鬼となり、売り価格と買い価格の間のスプレッド (bid-ask spread) が拡大し、市場の流動性が低下して、市場の取引高が薄くなると指摘する見解がある⁶¹。この立場の論者は、市場の流動性を確保する観点からインサイダー取引を規制する方が望ましいと主張する。

また、情報効率性の観点からインサイダー規制不要論を唱える論者に対する反論としては、インサイダー取引が行われている事実がどれだけ効率的に情報を伝えようかは確かではない、内部者がインサイダー取引を行えたとすれば、そうでなければ直ちに開示されたはずの情報を一定期間隠すインセンティブが生まれるため、情報の開示が遅れがちとなる、さらに会社役員など未公開情報を容易に入手しうる立場にある内部者が自由に取引しうることは、証券アナリスト、ブローカーなどのマーケット・プロフェッショナルの情報生産のインセンティブを抑圧するため、かえって市場の効率性を害する、といった主張がなされている⁶²。

信認義務違反

会社（集合体としての株主）と、取締役等その地位ゆえに情報へのアクセスを許された者との関係（契約）に着目し、取締役等がインサイダー取引を行うことを、会社（株主）に対する義務違反として捉える考え方もある⁶³。例えば、米国の判例法における従来の「古典的理論」によれば、会社役員がインサイダー情報を利用することはその者が株主に対して負う信認義務に違反すると考えられてきた。また、いわゆる「不正流用理論」を採用した1997年の米国最高裁判決⁶⁴はインサイダー規制の範囲をさらに拡大し、ある秘密情報を入手した者がその情報源に対する信認義務に違反して当該情報を流用して証券取引を行った場合にはインサイダー規制に違反するとした。

八．分析・検討

「弱者保護⁶⁵」の視点

インサイダーとその他の投資家との間には情報の格差がある。インサイダーは、内部者にしかアクセスできない情報に基づいて取引を行い、利益を得る蓋然性が高く、その他の投資家（情報劣位にあるという意味で「弱者」）と比べて有利となる。インサイダー規制は、内部者が情報の格差を利用して利益を得ることを禁止するも

61 King and Roell [1988]。

62 藤田 [1998] 585頁。

63 Macey [1984]、Easterbrook and Fischel [1991] 参照。

64 United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997)。

65 第 章でも述べたとおり、ここで「弱者」とは、情報劣位者、すなわちインサイダー情報を有していない投資家を意味し、投資家の一般的属性に着目するものではない。したがって、例えば機関投資家であっても「弱者」でありうるということになる。

のであるという点を強調すれば、それは情報劣位者を保護するためのルール、すなわち「弱者保護」のためのルールであると捉えることもできよう。

もっとも、一般投資家と内部者間の情報格差を完全に是正するためには、すべての内部情報がすべての投資家に直ちに提供されることが求められることになる。この場合、証券の発行体のディスクロージャーにかかるコストは膨大なものとなり、企業の資金調達を阻害しかねない。一方、内部情報を有する者には取引を行わせないとすることにより、情報の平等を図ることもできる。すなわち、内部者に対して「disclose or abstain (取引をするならば開示せよ、開示しないならば取引を控えよ)」を要求することにより、情報の平等を確保することもできるであろう。しかし、発行体に関する情報を知りうるのは役員等の典型的な内部者に限られない。情報を知った者が第三者に取引をさせることにより利益を得ることは可能であるし、たまたま情報に接する者もいるであろう。このように考えると、どの程度の情報を持つと情報優位となるのか、また、誰が情報優位にあるのかなど、情報の平等を図る範囲が問題となろう。

さらに、そもそも投資家間の情報格差が完全に是正される必要はないとも考えられる。すなわち、内部者ほど優位な地位を持つ場合は例外的であるにせよ、投資家間には常に情報格差が存在し、「自分こそが有利な情報を有している」と認識する者がいるからこそ取引は行われる。実質的な情報格差の是正を強調すれば、インサイダー情報が「特別の地位」に基づいて得られたものであるか否かにかかわらず、投資家が自らの経験や能力、知識、資力等を利用して情報を収集、生産した場合であっても、それに基づいて取引を行うことを禁止する考え方に繋がりがかねない。

「取引環境整備」の視点

これに対して、「取引環境整備」の視点からインサイダー規制を捉えることも可能である。これは、インサイダー取引が弱者に対して不平等であるという点を重視するのではなく、それが市場の価格形成機能を阻害する点を重視する立場である。例えば、インサイダー取引の存在を前提とすれば、投資家は常にインサイダー取引の可能性を勘案して取引を行わなければならないため、市場で成立している価格を信用しにくくなるであろう。その結果、不利益を蒙ることをおそれる投資家が市場に参加しなくなるとも考えられる。

一方、同じく「取引環境整備」の視点から、インサイダー規制がない方が望ましいと考えることも可能である。すなわち、インサイダー取引が行われることにより情報の伝播が速まるため、インサイダー取引を規制しないことが市場の効率性を高め、望ましいとの考え方も一部には存在する。もっとも、これに対しては、前述のとおり、インサイダー取引が許容されているとすれば、内部情報を一定期間隠すインセンティブが内部者に生じるうえ、証券アナリスト、ブローカーなどのマーケット・プロフェッショナルの情報生産のインセンティブが抑圧されることになるため、かえって市場の効率性が低下するとの反論が可能であろう。

このように、「取引環境整備」の視点からは、インサイダー規制を、情報優位者

が情報格差を利用して利益を得ること自体を禁止するルールとしてではなく、より多くの投資家が市場に参加できる環境を整えるためのルール、あるいは、市場に対してより迅速に情報を伝播させるためのルールとして捉えることができよう。

インサイダー取引に対する民事責任の追及

また、「取引環境整備」の視点からは、一般投資家がインサイダー取引を行った者に対し民事責任を追及する手段を整備することも検討に値しよう。インサイダー取引の被害は、特定の個人というよりもむしろ不特定多数の市場参加者全体に及ぶと考えられる。公的機関による摘発に加えて、こうした無数の被害者による摘発が可能であれば、インサイダー取引を行うインセンティブは減少するとも考えられる。現行法では、インサイダー取引に基づく民事責任は、理論的には証券取引法157条違反に基づく不法行為責任（民法709条）として追及することが可能であるとされているが⁶⁶、一般投資家はその損害額、および損害とインサイダー取引行為との因果関係等を立証することは実際には困難である。この点、米国では、クラス・アクション制度が存在するうえ、制定法によりインサイダー取引の民事責任追及が広く認められている⁶⁷。こうした制度を設ければ、インサイダー取引を行う者のインセンティブが減少する可能性はあろう。

(3) 第三者の取扱いに関する情報の不開示

イ．問題提起

顧客間で取引条件に格差が設けられていながら、顧客自身はその事実を知らないまま取引を行うことがある。事例3のように、2人の顧客(AとB)が同時にX銀行の窓口へ行き、同額の定期預金をしたが、Aの金利は0.3%であったのに対し、Bの金利は0.4%であったとしよう。このことをAが知れば「不公平」だと感じるであろうが、金融機関は取引を行う際、こうした取扱いの格差に関する情報を顧客に開示する義務を負うのであろうか。また、証券業者が特定の顧客に対してのみVIP口座を提供する場合はどのように考えるべきであろうか。

ロ．従来の考え方、関連規定

従来、預金取引については金利規制が存在していたこともあり、顧客間の金利の格差が問題となることはあまりなかった。さらに、そもそも業者の価格設定は原則として契約の自由の範疇にあり、法は価格など取引における中核的要素について直接介入することを避けてきた。もちろん、このことは差別を禁止しない趣旨ではな

66 近藤ほか [1999] 240頁。

67 Securities Exchange Act of 1934, Section 20A, 15 U.S.C. § 78t-1 (a) (1999)。この規定は、インサイダー取引がなされたと同時期 (contemporaneously) に、それと反対の取引を行った者に対してインサイダーが損害賠償義務を負うことを定めている。

く、取引相手ごとに取引条件に格差を設けてよいか否かは、「区別する理由」により判断されてきたといえることができる。例えば、宗教、信条や性別による格差が設けられている場合は、憲法14条の趣旨が民法の一般条項(90条)を介して適用され、当該差別的契約が無効とされる可能性があるであろう。もっとも、職業、年齢や取引規模等の理由により格差を設けることの可否は、これまであまり議論されてこなかったのではなかろうか。

一方、証券取引については、特定の顧客に対してのみVIP口座を設けることなど、従来も顧客間の取扱いの格差が問題となったことがあった⁶⁸。また、証券取引法は、証券業者ならびにその役員および使用人は、「顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」と規定している(33条)。この規定は、証券監督者国際機構(IOSCO)において1990年に採択された行為規範原則をわが国にも適用させるべく設けられた規定である⁶⁹。この規定に違反した場合の罰則は定められていないため、違反行為は法令違反として行政処分の対象となるに過ぎないと考えられている⁷⁰。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

銀行が顧客ごとに異なる預金金利や振込手数料を設定することも業者の裁量の範囲内の行為であり「不公正」ではない、と断言することは、「弱者保護」の視点からは違和感を伴うかもしれない。取扱いに格差がありうる場合にはその事実や他の顧客とどのような取引を行っているかを開示する義務を金融機関に課すルールを設ければ、顧客が格差の存在を知らないまま取引を行うことを防げるであろう。しかし、デパートや小売店等が得意顧客を優遇して価格設定を行うこと、およびその事実を開示しないことは一般的であり、金融機関についても同様に考えてよいのではなかろうか。契約自由の原則は、当事者間の契約内容について介入しないことを前提としており、この点について金融取引を他の商品・サービスと区別する理由は見当たらない。たしかに銀行は規制産業であり、またその公共性(銀行法1条)に鑑みれば顧客を平等に扱うべきだとの主張もありうるが、規制産業であるというだけで、すべての顧客に同じ価格を提示しなければならないとか、格差に関する情報を開示しなければならないとはいえないであろう。

同様に、証券会社が特定の顧客に対してのみVIP口座を提供する場合も、その便宜の図り方が次節で述べる理由から問題となることはあっても、それが特定顧客への優遇行為であるというだけでは、禁止する理由にはならない。

68 例えば、平成9年3月には、総会屋に対する利益供与事件に関連し、大手証券会社が特定の顧客にのみ新発転換社債やワラント債を優先配分していたことが報道された。日本経済新聞平成9年3月31日参照。

69 この行為規範原則は、「業者は、その業務にあたっては、顧客の最大の利益および市場の健全性を図るべく、誠実かつ公平に行動しなければならない」と定めている。

70 近藤ほか[1999]266~267頁。

「取引環境整備」の視点

取引価格は取引当事者の自由な交渉に基づき市場で決定されることが望ましい。したがって、「取引環境整備」の視点からは、価格の交渉を行う取引当事者が自らにどのような取引機会が存在するのかを把握しうるように、交渉の余地の有無や、自らに提示された価格と第三者に提示される価格が一律のものであるか否かなど、いわば「ゲームのルール」を事前に共有していることが望ましい。顧客ごとにと取引条件に格差が設けられることの是非や、格差がある場合にそのことが開示されなければならないか否かは、当事者間で事前にどのような「ゲームのルール」が明示的または黙示的に共有されているかによるといえよう。

例えば、米国ではSEC規則や判例によって、ブローカー・ディーラーは顧客の注文を最良価格（best available price）で執行しなければならないとされている⁷¹。これは証券会社と顧客との間では証券の価格について交渉を行わず、市場価格を所与として取引を行うという「ゲームのルール」を当事者に共有させるものであるとも考えられる。

2. 公正な価格形成

第 2 章第 2 節で挙げた具体例のうち、事例 4（損失補填・損失保証）、事例 5（相場操縦）および事例 6（市場集中原則）は、市場取引における価格形成の「公正」性に関連する問題である⁷²。市場において決定される価格は、金融機関を含む経済主体が金融資産等のリスク管理を行う際に必須なものであるほか、各経済主体が金融取引を行うか否か、また、より一般的には経済活動を実施するか否かを判断する際に必要な情報をシグナル化して発信する重要な機能を有している。経済学では、こうした市場における価格のシグナル機能を最適資源配分を達成するための重要なメカニズムとして捉えている⁷³。

以下では、市場における「公正」な価格形成を阻害しかねない行為を禁止するルールとして、損失補填・損失保証と相場操縦の禁止を取り上げる。また、市場における「公正」な価格形成のあり方を検討するため、「市場集中原則」についても取り上げることとする。

71 Newton v. Merrill, Lynch, 135 F.3d 266 (3d Cir. 1998), cert. denied, 119 S. Ct. 44(1998). Order Execution Obligations, Exchange Act Release No. 34-37619A, 61 Fed. Reg. 48290 (1996) 参照。

72 インサイダー取引については、情報格差の是正という側面に着目し、第 2 章第 1 節で取り上げたが、これも市場の価格形成の「公正」性に関連するルールであるとも考えられる。

73 市場の効率性のメカニズムについて詳述した論文としては、例えば Gilson and Kraakman [1984] 参照。

(1) 損失補填・損失保証

イ．問題提起

損失補填や損失保証は、特定の顧客に対して損失を補填ないし保証するサービスであるという点で特定顧客を優遇する取引であるともいうことができる。前述のとおり、特定顧客を優遇すること自体は、法的な問題を惹起しないと考えられるが、現行証券取引法は損失補填や損失保証を原則禁止している。その理由については、そうした行為が「公正」な価格形成を阻害するからであると説明されることが多い。以下では、損失補填や損失保証と「公正」な価格形成の関連について分析・検討を試みる。

ロ．関連規定、学説

(関連規定)

証券取引法42条の2は、損失補填および損失保証を禁止している⁷⁴。これは、顧客が損失を蒙ったり、顧客の利益が予定していた額に足りない場合に、証券会社が顧客に対して財産上の利益を提供することを申し出ることや、現実に財産上の利益を提供することを禁止するものである。ここで「財産上の利益の提供」とは、顧客に現金を与えることだけでなく、証券会社が顧客との相対取引において株式を安く売り高く買い戻すといった方法によって顧客に売却益を与えることも含むと解されている⁷⁵。

(学説)

損失補填や損失保証が禁止される理由として、学説は、そうした行為が投資家の自己責任原則に反し、市場の価格形成機能を阻害するものであることを挙げている⁷⁶。すなわち、損失保証が行われると、投資家は安易で軽率な投資判断を行うことになるため、証券の需給が歪み、証券市場における「公正」な価格形成が妨げられる。また、事後的な損失補填がなされれば、投資家は次回も証券会社が補填してくれるという期待を抱くため、損失保証と同様に価格形成機能が阻害される、と説明されている。さらに、損失補填は、証券市場が決定した最終的な結論を証券会社が勝手に左右することにより、資金配分ひいては資源配分を歪曲するという反公益性を有するとも考えられている⁷⁷。

74 いまだ顧客に損失が生じていない段階において、あらかじめ証券会社が投資家に対し、もしも投資の結果損失が生じたり、予定していた額よりも利益が少なかった場合には、その分を補填することを約束する行為が「損失保証」(証券取引法42条の2第1項1号)であり、そのような約束の存在が認められない場合にも補填を行う行為が「損失補填」(同項2号、3号)である。近藤ほか[1999]259~261頁参照。

75 近藤ほか[1999]261頁。

76 近藤ほか[1999]259~260頁。

77 上村[1991]12頁。

これに対し、損失補填や損失保証を罰則により禁止することは不要である、または行き過ぎであるとする見解もある⁷⁸。すなわち、そうした行為を行う証券会社は、売買手数料という利益の範囲内で損失のリスクを負担しつつ投資判断を行うため、安易な投資判断が行われることによる市場の価格形成機能の歪曲はさほど生じない。むしろ、損失補填や損失保証がなされることによって、より多額の資金が証券市場に流入するため市場の効率性は増すとも主張されている。この立場は、損失補填や損失保証がなされる取引においては、そもそも証券会社が顧客のために投資判断を行い、その結果生じたロスを証券会社が負担することを前提としている。

損失補填や損失保証を禁止するその他の理由として、学説には、一部の者のみがそのような利益を受けることとなれば、そのような恩恵を受けない一般投資家の間に不公平感が広がり、証券市場への信頼が損なわれ、一般投資者が証券市場から遠ざかることや、損失補填や損失保証により証券会社の財務健全性が害されうことを指摘するものもある⁷⁹。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

損失補填や損失保証の禁止は、特定の投資家のみが証券取引に関するリスクをとらずに取引しうるという不公平を排除するものであり、「弱者保護」に資するものであるとの考え方もあろう。しかし、そもそも過去に損失補填や損失保証が行われた際に、特定の投資家のみが実質的に優遇されていたかどうかに疑問を呈する見方もある。すなわち、委託手数料や引受手数料が規制により固定されていたことから割高となっており、損失補填や損失保証は大口投資家に対してその一部を払い戻すために行われていたという指摘もある⁸⁰。この指摘が正しいとすれば、損失補填や損失保証を受ける投資家は、割高であった手数料を回収しているに過ぎず、優遇されているわけではないとも考えられる。

「取引環境整備」の視点

これに対し、「取引環境整備」の視点から損失補填や損失保証禁止のルールを捉えた場合、そうしたルールの目的は、証券取引所における価格のシグナル機能の維持にあると考えることができる。すなわち、取引所において「損失保証されていない証券の価格」として市場参加者に伝えられた価格情報が、実は「損失保証されている価格」であったならば、参加者に伝わっていた価格情報は間違っていたことになり、適正な資源配分は歪められるとも考えられる。市場価格のシグナル機能を担保するうえでは、そこで提供されている証券の価格形成の前提条件が明確であることが必要であり、そのために損失補填や損失保証が一律に禁止されるのではなからうか。

78 黒沼 [1994] 367～372頁。

79 近藤ほか [1999] 260頁。

80 黒沼 [1994] 365頁。

もっとも、「市場で形成される価格は、損失補填や損失保証がなされうる市場において形成されたものである」との前提のもとに市場参加者が取引を行いうるとすれば、そうした行為は一律に禁止されなくてもよいと考えられなくはない。この場合、市場参加者は、「取引所で成立している価格は損失補填や損失保証がなされる可能性があることを考慮して成立している価格である」と考え、こうした事情を加味してその価格情報を理解することになる。

(2) 相場操縦

イ．問題提起

相場操縦は詐欺的な不公正取引として禁止されている。相場操縦が禁止される理由は、それが市場における「公正」な価格形成を阻害するからであると説明されることが多い。たしかに仮装売買や馴合売買は、それがあたかも自然に成立した取引であるかのような虚偽の外観を作り出しており、このような取引の違法性については異論の余地がない。しかし、「現実の取引」による相場操縦については、取引が行われていること自体は事実であり、それは証券の需給に影響を及ぼすものであるにもかかわらず、「公正」な価格形成を阻害すると考えられている。相場操縦により、どのような意味で価格形成が阻害されるのであろうか。

ロ．適用条文、判例、学説

(証券取引法159条)

証券取引法159条は何人も相場操縦を行うことを禁止している。159条は、相場操縦行為として禁止される行為を列挙しているが、それには、(1)権利の移転を目的としない仮装売買とその委託・受託(1項1号~3号、10号)(2)通謀のういで売買取引を成立させる馴合売買とその委託・受託(1項4号~10号)(3)相場操縦を目的とする現実の取引とその委託・受託(2項1号)および(4)虚偽表示による相場操縦(2項2号、3号)の4つの類型がある⁸¹。ここで問題にしている「現実の取引を伴う相場操縦」とは、(3)の類型である。

(現実の取引による相場操縦)

現実の取引による相場操縦とは、具体的には、例えば、大量の買い注文を集中的に出すことにより株価を人為的に高く導くような行為や、寄付前から前日終値より高い指値で買い注文を出す行為、ザラバの気配をみて、直近の値段より高い指値の買い注文を出したり、すでに出した買い注文の指値を高値に変更したりする行為、あるいは、時間を追って順次指値を切り上げていく行為などであるといわれている⁸²。し

81 近藤ほか [1999] 245頁。

82 証券法制研究会(編)[1995] 707頁。

かし、現実の取引を行えば相場が動くのは当然であり、それが通常の投資活動として行われる場合には規制の対象とはならない。通常の投資活動と違法な相場操縦を区別するため、159条2項は、相場操縦の要件として、有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的があること、および、当該有価証券の売買取引が繁盛であると誤解させるか、当該有価証券等の相場を変動させるべき一連の売買取引等が行われたことを挙げている。通常の投資活動と違法な相場操縦を区別するこれらの要件の意味については判例および学説上、意見が分かれている⁸³。

（学説上の多数説）

多数説は、「売買取引等を誘引する目的（誘引目的）」という上記の要件を、「意図的に第三者の判断を誤らせて取引に誘い込む目的」という厳格な意味に捉え、上記の要件（「取引が繁盛であると誤解させるか、相場を変動させるべき一連の売買取引を行ったこと」）については、単に取引自体が相場を変動させる可能性を持っていることを意味すると解している⁸⁴。

（昭和63年東京高裁判決）

これに対し、昭和63年東京高裁判決は、「誘引目的」の有無は人の内心に関わることであり、これを厳格に捉えると、その立証が困難となるため、この要件については「有価証券市場における当該株式の売買取引を誘う」という作為的、積極的な意思は不要であり、むしろ「売買取引をなすように第三者を誘い込むこと」を意識しているのみで足りるとし、代わりにの要件は、「相場を支配する意図を持つてする相場が変動する可能性のある取引」を意味すると解した⁸⁵。

この判決を受けて、平成4年1月20日の証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告書では、違法取引と適法取引を区別する基準は、第一義的には当該取引が「相場を変動させるべき取引」に該当するか否かによるとし、東京高裁判決に近い考え方を示した。

（平成6年最高裁決定）

しかし、最高裁は、相場操縦とは、「人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的をもってする、相場を変動させる可能性のある売買取引」であると、「誘引目的」を厳格に捉えて、これを重視する立場を採った⁸⁶。

83 近藤ほか [1999] 247頁。

84 近藤ほか [1999] 248頁。

85 東京高判昭和63年7月26日判時1305号52頁。

86 最決平成6年7月20日判時1507号51頁。

八．分析・検討

「取引環境整備」の視点

相場とは、ある銘柄に対する需給の動向が客観的に反映された市場価格であり、一般投資家はそれに基づいて投資判断を行っている。相場操縦は、このような市場価格の客観性およびそのシグナル効果をいわば悪用する行為であるということが出来る⁸⁷。相場操縦が許されている場合、相場操縦に関する情報を持たない一般投資家は、不測の損害を蒙ることをおそれ、取引に参加しなくなるであろう。したがって、相場操縦を禁止する理由は、それにより全体としての市場参加者を増加させるためであると考えられるのではなかろうか⁸⁸。

要すれば、相場操縦を禁止する理由としては、市場価格の客観性を保持すること、一般投資家が市場から退避することを防止すること、および、人々の投資判断を誤らせ、不特定多数の投資者に不測の損害を与えることを防止することが挙げられる⁸⁹。このように考えるならば、相場操縦の禁止は、「取引環境整備」のためのルールとして捉えられよう。

相場操縦を禁止する理由をこのように捉え、証券市場においてそれを禁止するならば、その対象を証券市場にのみ限定する論拠は見当たらず、他の金融市場において相場操縦を禁止することも考えられるのではなかろうか⁹⁰。

相場操縦に対する民事責任の追及

相場操縦行為に対する責任を、行政のみならず、一般投資家も追及できるようにするための手段を整備することは、相場操縦を禁止するルールのエンフォースメントの機会を増やし、相場操縦を行うインセンティブを減少させるため、「取引環境の整備」に資するとも考えられる。証券取引法160条は、相場操縦行為を行った者は、その行為の結果形成された相場によって損害を蒙った投資家に対して損害を賠償しなければならないと定めているが、現実には、一般投資家にとって相場操縦行為と損害額の因果関係を立証することは困難であり、この規定は実効性に乏しいことが指摘されている⁹¹。

この点、米国においても、相場操縦は1934年証券取引所法9条および同法10条b項、Rule 10b-5によって規制されているが、同法違反に対して損害賠償を請求する場合には、伝統的理論によれば違反行為と当該投資家の損害額の因果関係が証明されな

87 証券法制研究会（編）[1995] 705頁。

88 もっとも、相場操縦を禁止する場合と禁止しない場合とで、市場における取引がどちらの場合により活発化するかを厳密に立証することは困難であるとも考えられる。

89 現実の取引による相場操縦は成功の可能性が低い（現実問題としては、相場操縦を仕掛ける者がそれにより利益をあげることは容易でなく、このため、相場操縦を行うインセンティブはさほど高くない）ため、法により原則禁止とするまでの理由はないとの意見もある。例えば、Fischel and Ross [1991] 参照。

90 なお、金融先物取引法44条、商品取引所法88条は相場操縦を禁止している。

91 近藤ほか [1999] 250頁。

ければならなかったため、従来は私人による民事責任追及は困難であった⁹²。こうしたなか、米国最高裁は「fraud on the market theory（市場に対する詐欺の理論）」⁹³を採用し、fraud（詐欺）とは、個別の投資家に対する詐欺ではなく「市場に対する詐欺」であり、したがって、個々の投資家は因果関係を証明しなくとも、不実表示・不開示によって影響を受けた価格で証券を売買したことを立証すれば、不実表示・不開示と損害の因果関係⁹⁴が推定されるとした。このように、民事責任を追及する手段を実効的なものとするれば、相場操縦を行うインセンティブが一段と低下する可能性があるろう。

（３）市場集中原則

イ．問題提起

従来、東京証券取引所の定款23条は、会員証券会社が取引所外において上場有価証券の売買を行うことを禁止していた。この取引所集中義務は、取引を集中させることによって「公正」な価格形成と有価証券の円滑な流通を図るという取引所運営の基本方針に則るものであったが、大口・バスケット取引等に関するニーズや、市場間競争を促進する必要性に応えるため⁹⁵、取引所集中義務は1998年12月に撤廃された。もっとも、以下で述べるように、現在でも取引所外取引には値幅制限が課されている。

取引所集中義務によって達成されていた「公正」な価格形成とは、いかなるものだったのだろうか。そして、取引所集中義務の撤廃後、「公正」な価格形成は担保されているのであろうか。

92 1934年証券取引法第9(e)条は、相場操縦について定めた同法9条の各規定に故意に(wilfully)違反した者の民事責任について定めている。しかし、この規定による場合、原告は被告が故意に相場操縦を行ったことのほか、相場操縦により影響を受けた価格で取引したことを立証しなければならず、また賠償額は相場操縦の結果蒙った損害に限定されるため、この規定は限定的な救済にしかならないと指摘されている。ロス [1989] 1119～1120頁参照。

93 この理論は、相場操縦に限らずRule 10b-5に基づく詐欺に関して発展した判例理論であり、効率的市場仮説(Efficient Market Hypothesis)に依拠している。すなわち、効率的市場仮説によれば、開示されたあらゆる重要事項は有価証券の市場価格に瞬時に反映され、証券を売買する投資家は価格をそのようなものとして信頼して取引を行うはずであるから、当該投資家が不実表示や不開示を信頼して取引を行ったことが推定される。なお、被告は、不実表示や不開示が市場の価格に影響を与えなかったことを証明すれば、責任を免れることができる。代表的な判決として、Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)を参照。また、Hazen [1996] 806～816頁、楠元 [1996] 40頁、Shulman [1989] 参照。

94 「市場に対する詐欺の理論」は、Rule10b-5の詐欺の要件のうち、損害を蒙った者が不実表示を「信頼したこと(reliance)」を推定させるものである。判例は、被告の不実表示を原告が「信頼」したことが証明されれば、被告の不実表示と原告の損害との間の「因果関係」を認めることができると解している。Basic, 108 S.Ct. at 989. このため、「信頼」の存在が推定されれば、「因果関係」が推定されるということになる。

95 証券取引審議会総合部会市場ワーキング・パーティー報告書、「信頼できる効率的な取引の枠組み」、平成9年5月16日(以下「市場ワーキング・パーティー報告書」)、2頁。

ロ．関連規定等

証券業協会規則は、取引所外取引の執行価格につき、取引所価格を基準とした値幅制限を設けている。制限値幅は、小口（1000万円以下）については、証券取引所における直前の気配の範囲内、準小口（1000万円超5000万円以下）については、証券取引所における直近の売買価格の上下3%、大口（5000万円超）については、証券取引所における直近の売買価格の上下7%とされている（証券業協会公正慣習規則第5号5条）。

取引所外取引を行った証券会社は、取引の種類、銘柄、売買価格、数量を事後的に証券業協会に報告しなければならない。また、証券業協会はそのような情報を投資家に公表しなければならないことになっている（証券取引法79条の2、79条の3）。

ハ．分析・検討

「取引環境整備」の視点

取引所集中義務や市場集中原則⁹⁶は、有価証券取引を集中させることにより一定規模の市場を成立させ、そこにおいて流動性を確保するとともに価格を形成させるという考え方に基づいている。換言すれば、市場集中原則により実現される「公正」な価格とは、取引を集中させつつ需給を突合させることにより発見される価格を意味すると考えることができよう。このような価格の成立は、潜在的な市場参加者を含め、すべての経済主体が当該価格のみをシグナルとして取引を行うことを可能とし、また、そのことによって資源配分の効率性が高まると考えられる。このような意味で、市場集中原則は「取引環境整備」に資すると考えられる。

情報通信技術が未発達であった時代には、取引所という物理的な「場」に一定規模の取引を集中させることによりこのような市場集中が実現されていたが、現在では、情報通信手段の発達により、必ずしも物理的な「場」に取引を集中させなくとも市場集中原則は実現できるようになりつつある。例えば、米国では、証券取引の電子化を背景に、取引所を経由せずに取引を成立させる、いわゆる代替的取引システム（Alternative Trading System、以下「ATS」）の発展も目覚ましい⁹⁷。情報通信手段の発達に伴い、リアルタイムで各取引当事者が気配や約定価格等に関する情報を共有できるようになりつつあることから、物理的な「場」に取引を集中させることの必要性は低下しているといえよう。

さらに、情報通信手段の発達により、制度的なインフラによって情報を集中させなくとも「市場」が成立しうる場合もあると考えられる。例えば、外国為替市場は、もともとテレフォン・マーケットで成立している。今後はこうした広い意味での「市場」における価格形成の「公正」性をどのように評価するか、あるいは、市場

96 一般的には市場集中原則と取引所集中義務は同義的に用いられているが、本稿は取引所以外の場でも市場が成立しうるという意味で、「市場」を「取引所」よりも広く捉えることとする。

97 わが国では、証券取引法2条8項7号に定義された証券業者で認可を受けたものがATS業務を行うこととなっている（証券取引法29条1項3号）。

間の情報の集中（相互交換）の必要性についてどのように考えるのか、といった点を検討することが課題となるのではなかろうか。

取引所集中義務の撤廃と「公正」な価格形成

取引所集中義務の撤廃後、市場の価格形成機能はどのように担保されているのだろうか。「公正」な価格形成が一定の規模の取引を集中させることにより可能となるならば、取引所集中義務の撤廃後も、「公正」な価格形成は、取引所と取引所外の双方の取引を集中させることにより実現されるとも考えられる。すなわち、価格形成機能の維持のためには、複数の市場の情報（例えば、約定価格、気配情報、取引高等）を投資家が共有し、最良気配で迅速に取引を執行しうるようなインフラが必要とされる。

取引所外取引に関する現行ルールをみると、前述のとおり、証券会社に対して取引の種類、銘柄、売買価格および数量に関する事後的な報告義務が課されており、その情報は日本証券業協会から投資家に事後的に公表されることになっている（証券取引法79条の2、79条の3）。こうしたルールは、市場参加者による市場関連情報の共有について一定の配慮を示したものであるといえよう。また、証券業協会規則により取引所外取引の執行価格に値幅制限が課されていることは、取引所外取引の執行価格が取引所価格から大きく乖離するものではないことを一般投資家に対して保証するものであるといえよう。

しかしながら、これらの現行ルールは、以下のような問題点を内包しているのではなかろうか。まず、取引所外取引に値幅制限を課し取引所のみ価格形成機能を持たせるのであれば、取引所と取引所外の市場間競争は行われなくなると考えられる。また、かりに取引が取引所外に流出し、取引所の流動性が枯渇すれば、取引所の価格形成機能は低下するため、一定規模の取引を集中させただけで価格を形成するという意味での「公正」な価格形成は行われなくなるとみることもしもできる。そのような場合には、取引所外取引の執行価格について、取引所価格をベースとした値幅制限を課することが「公正」な価格形成に資するか否かについても疑問が生じうる⁹⁸。

市場のリンク：米国の例

米国では、取引所集中義務は大幅に緩和されているが、全米各地にある取引所市場と店頭市場はコンピュータで連結され、単一の市場であるかのように機能している（National Market System 全米市場システム）。すなわち、総合気配システム

98 市場統合のための情報システムが整備されないまま取引所集中義務が撤廃されたことを問題視する見解として、佐賀〔1999〕参照。同論文は、取引所外取引の値幅制限の価格帯を業者が悪用する可能性があることや、値幅制限が課されていない立会時間外の取引所外取引が損失補填目的に濫用されうることから、今般の取引所集中義務の撤廃が市場の「公正性」、「透明性」という観点からは望ましい方向ではないと主張している。

(Composite Quotation System、以下「CQS」)により、各地の市場センターにおける最良確定気配と株数が投資家に周知されるため、投資家は複数の市場で提示される気配のうち、最良の気配で取引を行うことができる。また、市場間で最良気配を提示している市場へ顧客注文を回送する市場間取引システム (Intermarket Transaction System、以下「ITS」)により、米国の7つの証券取引所およびNASDAQ市場はリンクされている。また、ニューヨーク証券取引所やアメリカン証券取引所等の上場銘柄はNASDAQ等の店頭市場においても取引されているが、これらの市場における直近の取引情報 (取引成立銘柄の価格、取引高、執行市場名等)は総合取引報告システム (Consolidated Tape System、以下「CTS」)を通じて投資家に伝達される。このほか、ATSにおける取引についても、一定の場合には最良気配の公開が義務づけられているなど、全米市場システムへの統合が図られている⁹⁹。

わが国では、このようなインフラを整備することには、「多大なコストおよび相当の準備期間が必要となる¹⁰⁰」こと、および、「取引所外取引への需給の分散が主たる市場である取引所の流動性を低下させ、むしろ公正な価格形成が阻害される恐れもある¹⁰¹」との理由から見送られたが、本来、取引所集中義務の撤廃が、市場間競争の促進による価格形成機能の向上を企図したものであったことに鑑みれば、「公正」な価格形成を促進するためには、市場間を技術的インフラによってリンクさせるなど、複数の市場が価格形成機能においては1つの市場として機能しうるインフラを整備することが必要なのではなからうか。

3. 交渉力の格差

第 2 章第 2 節で挙げた具体例のうち、事例 7 および事例 8 は取引当事者間に交渉力の格差が存在する事例である。すなわち、事例 7 (抗弁切断条項)では顧客とカード会社の間に、事例 8 (融資条件の一方的変更)では貸手である金融機関と借手の間に交渉力の格差が存在する。このように取引当事者間において交渉力の格差が存在する場合、「公正」概念は、その格差が是正されることを要求するものなのであろうか。もしそうであれば、交渉力の格差はいかなる目的でどの程度是正されなければならないのだろうか。本節では、これらの問題意識に基づき、(1)抗弁切断条項および(2)融資条件の一方的変更について分析・検討を加えることとする。

99 1999年4月に施行されたATSに関する新規制によれば、ATSは、取引量が一定量を超える場合には常に取引所としての規制を受けるが、一定量を超えない場合は、取引所としての規制を受けるか、ブローカー・ディーラーとしての規制を受けるかを実質的には選択することができる。ATSが取引所として規制される場合は、全米市場システムを構成するCQS、CTS、ITSへの参加が義務づけられる。全米市場システム銘柄のうち1銘柄でも売買高が5%以上を占めるATSが、ブローカー・ディーラーとして登録した場合は、そのようなATSは、その銘柄のシステム上の最良気配を一般に対する気配の公表システムに送るため、登録取引所または証券業協会にリンクすることを義務づけられる。ATS規制については、Exchange Act Release No. 34-40760; File No. S7-12-98参照。これを解説したものと、清水葉子 [1999] 富田 [1999] 参照。

100 市場ワーキング・パーティー報告書 [1997] 4頁。

101 市場ワーキング・パーティー報告書 [1997] 4頁。

(1) 抗弁切断条項

イ．問題提起

割賦購入斡旋契約において、いわゆる「抗弁の接続」を認めるべきであろうか。前述の事例7のように、クレジット・カードで商品を購入した消費者(以下、「顧客」)が商品に瑕疵があることを事後的に発見した場合でも、クレジット・カード規約に従い、商品の代金を払い続けなければならないことをどのように評価すべきであろうか。近年「消費者契約法(仮称)」が議論されるなか、抗弁切断条項のために、商品に欠陥があるにもかかわらず顧客がクレジットの返済を続けなければならないことが問題視されている¹⁰²。また、金融商品と融資が組み合わせられた取引について、当該商品に損失が発生した場合、当該商品の購入者に融資の返済義務だけが残るというリスクへの対応について検討する必要があることも指摘されている¹⁰³。

ロ．関連規定・学説・判例の整理

(関連規定)

割賦販売法は、商品の購入者である顧客は商品の販売業者(加盟店)に対する事由をもって割賦購入斡旋業者であるカード会社に対抗できるとする規定を置いている(割賦販売法30条の4)。もっとも、同法は指定商品制を採用しているため(同2条4項)、指定されている以外の商品(例えば、不動産や有価証券)は同法の保護の対象とならない。また、マンスリークリア方式の支払いや、銀行などの金融機関が行うローン提携販売についても同法の適用はない。

同法の適用がない場合については、この問題はカード会社の会員規約・加盟店規約によることになるが、3当事者が関わるカード取引における法律関係には、大別すると債権譲渡方式と立替払方式がありうる¹⁰⁴。債権譲渡方式では、販売業者に対して顧客の利用代金を支払ったカード会社は、販売業者の顧客に対する代金債権を譲り受け、その譲受債権に基づいて顧客から弁済を受ける。この法律構成をとった場合、顧客の異議なき承諾がない限り、抗弁は接続されるのが原則である(民法468条)から、クレジット・カード契約において抗弁が切断されるとすれば、それは会員規約において会員の異議なき承諾が定められているためであり、当該規定の効力が問題となる¹⁰⁵。これに対し、立替払方式では、顧客の販売業者に対する代金債務をカード会社が立替払いし、その後、カード会社は顧客に対して弁済を求める

102 国民生活審議会消費者政策部会、消費者契約適正化委員会(第15回)議事録。

103 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」、平成10年6月17日(以下「新しい金融の流れに関する懇談会『論点整理』」)83頁。

104 その他にも、無名契約による方式、保証委託型、金銭消費貸借型、消費者手形割引型、契約上の地位の譲渡型、などの類型がある。清水巖[1985]262~267頁参照。

105 クレジット・カード取引において抗弁が切断されているのは、クレジット・カード取引が行われる以前の割賦販売が割賦手形の振出により行われており、手形法17条が人的抗弁の切断を認めていたことが影響していると考えられる。

(民法650条1項)。この法律構成をとると、カード会社が善意で立替払いをした場合、顧客は販売業者に対して主張しうる抗弁事由をカード会社に対抗できない¹⁰⁶。

(学説等)

学説には、たとえ割賦販売法の適用がない場合であっても、抗弁の対抗を認めるべき場合があると主張するものが多い。その理由としては、立替払契約の契約締結手続は、販売業者がカード会社を代行して行っており、販売業者とカード会社は外観上一体性を有すること、立替払契約は売買契約の成立を前提として成立しているなど両契約は密接不可分であること、などが指摘されてきた¹⁰⁷。また、割賦購入斡旋契約のような第三者与信型信用取引は、売買契約上の代金債務の消滅と、与信契約(立替払契約)上の顧客のカード会社に対する債務の発生という2つの効果を一体的に発生させる約定であり、本来売買契約上の目的物引渡義務と代金債務との間に認められる牽連関係が、目的物引渡義務と与信契約上の支払義務との間に延長され、同時履行の関係を生じさせると解する見方もある¹⁰⁸。

また、抗弁の接続を認める政策的配慮としては、販売業者が債務を履行しない場合に、顧客は販売業者に対して訴訟を提起するしかないが、それは経済的・時間的および専門知識のうえで弱者である消費者にとって過大な負担となること、カード会社は顧客の抗弁の対抗を受けたとしても、その負担を販売業者に転嫁したり手数料に上乗せするなど分散化できること、カード会社が継続的取引関係のある販売業者の信用状態を調査・審査することは容易であり、悪質な販売業者を市場から追放できること、などが指摘されている¹⁰⁹。

消費者契約法最終報告は、消費者契約における契約条項適正化のためのルールを定め、信義則に反するような「不当条項」の効力を否定することを提言している¹¹⁰。消費者契約法を巡る議論の過程では、割賦販売法30条の4が契約内容の適正化のための立法例として整理されているなど、抗弁の切断は「不当」と位置づけられているようにも見受けられるが¹¹¹、他方、抗弁切断条項が一般的に「不当条項」にあたるか否かは議論の余地があるとの見方もある¹¹²。

(判例)

カード取引において抗弁の接続が認められるか否かを巡っては下級審判決が対立していたが、平成2年の最高裁判決は抗弁の接続を否定した¹¹³。これは割賦販売法

106 長谷川 [1994] 95頁。

107 本田 [1997] 160～162頁、千葉 [1986] 284～288頁、清水巖 [1985] 275頁参照。

108 千葉 [1998] (下) 32～33頁。

109 清水巖 [1985] 275～276頁。

110 消費者契約法最終報告 [1999] 37～38頁。

111 国民生活審議会消費者政策部会中間報告「消費者契約法(仮称)の具体的内容について」、平成10年1月、64頁。

112 千葉 [1998] (上) 9～10頁。

113 最判平成2年2月2日金法1263号27頁。

30条の4が施行される前に締結された契約が販売業者の債務不履行を契機として合意解除された事例であるが、判決は、当該契約と立替払契約が法的には別個の関係であるとし、信義則上抗弁の接続を相当とする特段の事情がない限り、顧客はカード会社に対して抗弁を対抗できないとした。同判決は、割賦販売法30条の4が消費者保護の観点から一定の場合に例外的に抗弁の対抗を認めたものであるに過ぎないと解し、原則として立替払契約において抗弁は切断されるという見方を示した。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

学説が指摘するように、購入した商品が欠陥品であった場合の訴訟提起の負担や販売業者が破産した場合のリスクから、取引経験、法律に関する知識や経済力において劣位にある顧客を保護するための方法の1つとしては、抗弁切断条項を常に無効とすることが考えられる¹¹⁴。たしかに、顧客よりもカード会社の方が販売業者の取引をモニターする手段を有していると考えられ、顧客に支払拒絶権を認めればカード会社は販売業者に対するモニタリングを強化するであろう。抗弁の接続を認めた方がそもそも顧客と販売業者との間のトラブルを未然に防止しうるため¹¹⁵、常に抗弁の接続を認めることが「弱者保護」の視点からは望ましいとも考えられる。

しかしながら、常に抗弁の接続を認める場合、支払手段としてのクレジット・カードの使い勝手が低下する可能性もある。例えば、顧客が販売業者に対する抗弁を理由に支払いを拒否すれば、カード会社は販売業者に代金を支払わないため、販売業者はクレジット・カードによる商品購入に応じなくなるかもしれない¹¹⁶。また、顧客のなかには商品に瑕疵がなくとも難癖をつけてクレジット・カードの支払いを拒む者が現れるかもしれない、その場合、カード会社が負担するコストは、クレジット・カード手数料の値上げという形で長期的には顧客サイドに転嫁されることも考えられる¹¹⁷。こうした点を考慮すれば、抗弁が必ず接続されるとすることは、長期的にはクレジット・カードの機能低下あるいはコスト増加といった形で顧客に影響する可能性があり、したがって、それが交渉力劣位者たる顧客の保護に繋がる制度であるとは必ずしも結論づけられないであろう。

「取引環境整備」の視点

「弱者保護」という視点に代えて、抗弁の切断条項をいかなる場合に「不当」とするかについて、「いかなるルールがクレジット・カード取引を行う環境を整備す

114 もっとも、クレジット・カード利用者と現金により一括代金支払いをした者との間の衡平の問題は別途存在する。

115 千葉 [1986] 284～285頁参照。

116 米国では、抗弁の切断を連邦法により制限することの当否が議論された際、カード発行者の側からこのような主張がなされた。竹内 [1995] 301頁。

117 小林・神田 [1986] 104～105頁。

るのに有用か」といった視点から検討した場合はどのように考えられるであろうか。支払手段の使い勝手(機能)を高めていくためには、抗弁の接続を常に認めるとか、いかなる場合にも抗弁を切断するといったall or nothingの考え方ではなく、抗弁の接続を認めることにメリットとデメリットが存在することが認識されるべきであろう。そのうえで、効率的かつ交渉力劣位にある消費者保護にも資するルールを探ることができるのではないだろうか。例えば、以下のような中間的な解決策の方が、抗弁の切断を一律に禁止する場合に比べ、結果として消費者保護に繋がるのではなかろうか。

米国では、消費者信用保護法(Consumer Credit Protection Act)が中間的な解決を図っている¹¹⁸。まず、同法では、抗弁の接続が認められるのは取引金額が50ドル超の場合に限られている。その理由は、50ドル以下の取引は本質的に現金取引に近いのに対し、50ドル超の取引は本質的に信用取引に近いからであると説明されている¹¹⁹。また、顧客が正当な理由なく支払いを拒否することを防ぐため、同法は抗弁を接続する前提として、顧客が販売業者との間で商品の瑕疵を解決するための交渉を誠実に行ったことを要求している。さらに、遠方で発行されたカードによる支払いを認めない販売業者が出てくることを考慮し、同法は顧客が抗弁を対抗しうる条件として、取引が行われた場所が顧客の住所と同一州内または100マイル以内で行われた場合に限っている。もっとも、金額や地域に関するこのような条件は、カード会社と販売業者が同一人の場合や共通の支配下に置かれているなど密接な関係にある場合は適用されない。これは、カード会社と販売業者にこのような関係があれば、カード会社が販売業者に対してコントロールを及ぼしうるからであるとされている¹²⁰。

(2) 融資条件の一方的変更

イ. 問題提起

前述事例8のように、借手に交渉力がない場合に、貸手が融資条件の変更を要求すれば借手はそれを受け入れざるを得ない。このような融資条件の一方的変更が、優越的地位の濫用、すなわち独占禁止法の禁止する不公正取引にあたる可能性があるといわれることもある¹²¹。しかし、契約締結において当事者間の交渉力の格差が契約内容にある程度反映されることは当然とも考えられる。どのような場合に貸手による融資条件の一方的変更が「不当」あるいは「不公正」とされるのだろうか。以下では、優越的地位の濫用に関する条文、判例、学説について簡単に整理した後、当事例について分析・検討することとする。

118 15 U.S.C. § 1666i(1999)。竹内 [1995] 299～305頁参照。

119 竹内 [1995] 302頁。割賦販売法30条の4(同法施行令13条の2第1項)も、4万円の下限を設けている。

120 竹内 [1995] 304頁。

121 日本経済新聞、平成10年10月17日。原 [1999]]

ロ．条文、判例、学説の整理

(関連規定)

独占禁止法は不公正な取引方法を禁止している(19条)。「不公正な取引方法」とは、同法2条9項に定められている行為であり、公正な競争を阻害するおそれがあるもののうち、公正取引委員会が指定するものである。これに基づき、公正取引委員会は、一般指定14項において、「自己の取引上の地位が相手方に優越していることを利用して、正常な商慣習に照らして不当に……相手方に不利益となるように取引条件を設定し、又は変更すること」を不公正な取引方法(優越的地位の濫用)に指定している(同項3号)。

(学説)

通説によれば、「優越的地位」とは、市場における独占・寡占といった絶対的優越性に限らず、一方当事者が他方当事者に対して相対的な優越性を有していることや、一方にとって取引先を変更することが困難であることなど、当事者間に依存関係があることを意味する¹²²。従来の審決や判例には、金融機関が融資先に対して優越的な地位にあるとしたものもみられる¹²³。「濫用」とは、優越的地位の「不当利用」を意味する。これは「対等取引であれば成立しないような取引条件が成立していること」を意味すると解釈する立場もあるが、「対等取引」とは何かも不明確であるから、「濫用」とは、むしろ「優越的地位にある者が相手方に対して抑圧的な条件を押し付けること」を意味すると解釈する考え方もある¹²⁴。

学説は、優越的地位の濫用がどのように「公正な競争を阻害するおそれがあるのか」について対立している。優越的地位の濫用は市場における競争への具体的影響を問題としているのではなく、取引の一方当事者が相手方を抑圧する行為自体を問題としているとする見解や¹²⁵、優越的地位の濫用は取引主体が自由かつ自主的な判断によって取引を行うという自由競争の基盤を侵害するものであるとする見解がある¹²⁶。また、優越的地位の濫用の禁止は、民法法の借地借家法、利息制限法や「給付の均衡」の法理と同様の精神に立つものと捉える見方もある¹²⁷。すなわち、事業を極大化しようとすること自体は市場経済の前提であり禁止すべきことではないが、経済力の濫用が過度に行われると「正常な取引秩序」が失われるため、優越的地位の濫用の法理などは「緩衝装置」の機能を果たすものであるとの考え方である。さらに、優越的地位の濫用により締結された契約は、民法90条を通じて無効となる

122 根岸・杉浦 [1996] 115頁。

123 例えば、最判昭和52年6月20日民集31巻4号449頁(岐阜商工信用組合事件)、勧告審決昭和28年11月6日審決集5巻61頁(興銀事件)、勧告審決昭和32年6月3日審決集9巻1頁(三菱銀行事件)。根岸・杉浦 [1996] 116頁。

124 松下 [1995] 205頁。

125 今村 [1993] 166頁。

126 根岸・杉浦 [1996] 117～118頁。

127 松下 [1995] 164頁。

場合があるが、優越的地位の濫用は、「交渉力の非対称を是正するのが妥当なのはいかなる場合かという私法上の評価」に関連した法理であるとの見方もある¹²⁸。

これに対して、そもそも優越的地位の濫用を禁止する必要はないとの主張もみられる。この立場は、優越的地位の濫用などの「不公正取引」は、裁判官や学者には「不公平」と考えられているが、そのような取引の多くは双方の当事者にとって「好ましい」と思われているからこそ行われているのであり、事前的に双方の当事者がメリットがあると考える取引をエンフォースしないことは、当事者を害することになる場合が多いと説く¹²⁹。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

銀行に対して交渉力が劣る中小企業等の債務者が取引先銀行を変更することは、一般的に困難であると考えられる。特定の銀行との取引にロック・インされた借手が、銀行から金利や担保等に関する融資条件の変更を要求された場合、当該借手は融資打ち切りをおそれ、こうした要求を承諾せざるを得ないとも考えられる。こうした状況のもと、銀行が債務者に不利な条件を「抑圧的」に押し付けることができる場合もあろう。このような状況にある債務者を保護するためには、銀行の要求が「正常な商慣習に照らして不当」である場合には金利の引上げや融資契約の更新拒絶を制限することが必要となろう。

しかしながら、融資条件の変更が「正当な商慣習に照らして不当」か否かを見極めることが難しい場合もあろう。例えば、事例8のように、短期融資契約の期限が到来した時点で自己資本比率の低下の影響等から融資打ち切りや金利の引上げを行うことは、「正当な商慣習に照らして不当」といえるのであろうか。銀行は、当初は長期融資を実行するつもりであったとしても、短期の融資契約を選択することにより、一定期間ごとに債務者の信用状態ならびに自行を取り巻く経済環境を確認しつつ、自らの判断で融資を打ち切るオプションを有している。こうした場合に、銀行に融資更新の拒否や更新時の金利変更の自由が認められないとすれば、銀行はそれを前提として融資活動を行うことになるため、融資審査基準は厳格化され、融資金利は上昇することになるとも考えられる。この結果、債務者は中長期的にみれば不利益を蒙ることになりかねない。

128 川浜 [1996b] は、独占禁止法は本来契約の内在的制約を示す原理であり、私法上の公序の一内容として位置づけられることを指摘している。川浜 [1996b] 179頁。ちなみに、米国の独占禁止法には優越的地位の濫用の規定はない。松下 [1995] 45頁参照。これに近い機能を果たしているのはundue influence, economic duressやabuse of superior bargaining powerといった私法の法理であろう。undue influenceやeconomic duressの法理については、Farnsworth [1990] を参照。abuse of superior bargaining powerについては、McManis [1993] 53頁を参照。松下 [1995] は、優越的地位の濫用禁止は企業間競争を通じた資源の最適配分に直接結びつくものではなく、むしろ「取引の公正」を理念とするものであり、「取引の公正の維持」とは、競争社会の健全性を損なわないための一定の秩序を維持することであると説明している。松下 [1995] 51～52頁。

129 ラムザイヤー [1990] 165～166頁。

融資が短期契約の形式をとりながらも、実質的には長期間にわたり更新されることが事実上の慣行になっているような場合には、借手と貸手の間に継続的取引関係が存在することが融資契約の更新を拒絶する際の制約となりうる。すなわち、継続的な取引関係にある当事者が契約の更新拒絶、解約申入れや解除をする際には「やむを得ない事由」等を要求する判例が数多くみられることから、契約の継続性に対して当事者が強い期待を有する契約においては、契約関係継続義務とも呼びうる法理が形成されていることを指摘する学説もある¹³⁰。融資の打切りが借手企業の倒産に繋がりがねないような場合には、こうした法理を融資契約にも当てはめ、更新を拒否する自由が制約されると考えられないわけではなからう。この場合は、「やむを得ない事由」が存在するか、あるいは事情変更の原則が妥当しない限り、貸手は融資契約の更新を拒否できないことになる。

しかしながら、「事情変更」や「やむを得ない事由」がない限り融資を打ち切れないとすることは、たとえ借手の信用状態が悪化していても、あるいは、たとえ銀行に貸出余力がなくなっても融資を継続することを銀行に対して強制しうるものであり、銀行がこのことを前提として行動すれば、前述のとおり、中長期的には借手の保護にはならないとも考えられる。

「取引環境整備」の視点

事例8のようなケースで優越的地位の濫用あるいは継続的取引関係を認め、一見「弱者保護」的な措置をとることは、必ずしも債務者の保護に繋がらないとも考えられる。一部の学説が指摘するとおり、このような取引の多くは、双方の当事者にとっては「好ましい」取引と考えられているからこそ行われているのであり、その取決めを事後的にエンフォースしないことが当事者を害することになる場合もある。むしろ、事例8のようなケースでも取引関係を契約どおりに終了することを前提とすれば、当事者は互いに他の貸手や借手と取引を行う選択肢も考えながら行動することとなるため、両者はより「対等」な地位に立つことになるとも考えうる。この意味で、優越的地位の濫用の法理は例外的に適用されるべきではなからうか。

利息制限法と「取引環境整備」の視点

事例8において、銀行が融資継続の見返りとして高金利を徴収する場合、金銭消費貸借における上限金利を定めている利息制限法の適用が問題となりうる¹³¹。従来、同法は「社会的・経済的弱者保護法」であると考えられてきた¹³²が、これを「取引環境整備」の視点から捉えるとどのように考えられるであろうか。

130 内田 [1997] 83～84頁。

131 また、出資法上の上限金利規制に触れるか否かも問題となりうる（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律第5条）。

132 大河 [1985] 287頁。

利息制限法が規制の対象としている行為は、暴利行為など、民法の一般条項によっても制限されうる。しかし、一般条項は、暴利行為に対して柔軟に対応できる一方、その要件が曖昧であり、例えば事例8において、貸手からみればどのような場合に融資取引が無効とされるのかを判断しにくく、法的不確実性を伴う。このような法的不確実性があることにより、「借りたい人が融資を受けられない」状況を作り出す場合がある。

これに対して、利息制限法により金利の上限が定められているならば、取引当事者の予測可能性が高まるうえ、エンフォースメント・コストも軽減されると考えられる。利息制限法は、同法の上限金利を下回る金利での融資契約ならば原則として暴利行為にあらず、よって民法90条を通じて無効とされることはないということを、一応推定させる機能を有しているといえるのではなからうか¹³³。

4．判断能力の格差

本節では判断能力の格差が存在する具体例について分析・検討を行う。第 3 章第 2 節の事例 9 (適合性原則) と事例 10 (クーリング・オフ制度) を取り上げることとする。

(1) 適合性原則

イ．問題提起

近年の投資勧誘事件においては、投資家の保護を十分に図るため、業者に説明義務を課して情報の格差を是正するのみならず、業者が投資家の知識、経験、財産力、投資目的等に適合した取引を行わなければならないとか、適合しない顧客に対して勧誘・販売してはならないとする、いわゆる「適合性原則」に関するルールが必要であるとの主張が頻繁に聞かれる。適合性原則を業者に課すことは、いかなる意味において「公正」なのだろうか。

ロ．関連規定・判例・学説

(関連規定)

適合性原則は、証券取引法43条1号に定められている(証券投資信託法27条は投資信託の直接募集についてこれを準用している)。もっとも、この規定は業者に対する監督法上の規定であり、同法の違反は行政処分の対象となるが、私法上の請求権の根拠とはならない。このほか、自主規制ルールが適合性原則を定めているが、いずれも証券業者に対する行為規範に過ぎない(証券会社の健全性の準則等に関する省令8条5号、日本証券業協会の公正慣習規則9号5条)。

133 利息制限法は、その上限金利以上でも借入を行いたいとしている経済主体の契約の自由を奪っているとの議論も傾聴に値する。

(判例)

適合性原則に言及する判例には、適合性原則を説明義務の一部として読み込むもの(広義の適合性原則)と、適合性原則とは一定の種類の投資家に対してそもそもハイリスクな金融商品の販売・勧誘をすべきではないとするルールであると捉えるもの(狭義の適合性原則)とがみられる。広義の適合性原則は、投資家の職業や、年齢、財産状態、投資目的、投資経験などに照らして、投資家が取引の危険性を的確に認識するに足りる情報を提供すべき注意義務を業者に対して課し、投資内容が顧客に適合することを情報開示によって確保しようとする考え方である¹³⁴。これに対して、狭義の適合性原則は、業者に信義則上の説明義務が課されることを前提としながらも、投資家に商品についての知識や情報処理能力がない場合には、業者はそもそも取引を勧誘すること自体を慎むべきであるとする考え方である¹³⁵。前者については第 4 章第 1 節ですでに検討したため、本節では、狭義の適合性原則、すなわち「投資家に対しては、そもそも適合しない金融商品の販売・勧誘をしてはならない」という原則について議論することとする¹³⁶。

(学説)

学説には、適合性原則を狭義の意味で捉えるものが多い¹³⁷。狭義の適合性原則に関するルールを業者に課すべきであるとする学説は、その理由として、たとえ情報開示が適切であっても、投資家保護が十分になされない場合があることを挙げている¹³⁸。例えば、特定の証券を多くの投資家に対して無差別かつ強力で勧誘する場合などは、顧客のなかには当該証券の投資に相応しくない者もいるが、そのような顧客の投資意向は、形式的に開示された情報ではなく勧誘自体によって左右される¹³⁹。また、投資家のなかには、たとえ情報が与えられたとしても、自らの投資意向や運用リスクの負担能力に照らして合理的な投資判断をすることが期待できない者がおり、そのような投資家の財産権を保護するために後見的な介入が必要であるとの見方もある¹⁴⁰。さらに、老後の生活資金を変額保険への投資に用いた投資家などに、自らの投資の結果を負担させることが、生存権の保障の観点から好ましくないとの主張もみられる¹⁴¹。

134 例えば、仙台高判平成9年2月28日金法1481号57頁、大阪地判平成6年9月14日判タ875号171頁、東京地判平成9年11月11日金判1031号37頁参照。

135 例えば、大阪高判平成9年6月24日判タ965号183頁、大阪地判平成7年11月9日金判1004号24頁参照。

136 新しい金融の流れに関する懇談会でも、狭義の適合性原則の必要性が指摘された。新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」[1998]49頁参照。

137 適合性原則の内容についての学説を整理したものとして、潮見[1998](二)8~11頁参照。適合性原則を狭義に捉えるものとして、神崎[1996]630~632頁、山下[1995]36頁注9、川浜[1996a]644頁、三木ほか[1995]34頁参照。

138 川浜[1996a]644~646頁参照。

139 川浜[1996a]644~646頁参照。

140 潮見[1998](四・完)367頁。

141 潮見[1998](四・完)367頁。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

「弱者保護」の視点から適合性原則を捉えれば、金融商品が顧客に適合していることを保証する義務を業者に課すことも考えられる。すなわち、学説および判例が指摘するように、投資家は常に合理的な判断能力を有するわけではないため、情報力、経験、判断能力などにおいて優位にある金融機関等業者が、顧客に適合しない商品を販売してはならないとするルールを設ければ、複雑な金融商品のリスクが顕現化することから投資家を保護することが可能となろう。

しかし、このように顧客に対する商品の適合性を業者が判断し、適合しない商品を販売・勧誘することを違法とするルールは、以下のような問題を生じさせるのではなからうか。まず、第1に、金融機関にとっては取引コストが増加するほか、エンフォースメント・コストも高くなるおそれがある。なぜなら、いかなる商品が適合するかは顧客ごとに異なるうえ、金融商品が顧客に適合しているか否かは、顧客がリスクの内容を知った時点、もしくは損失を蒙った時点ではじめて問題となるため、結局のところそれは事後的にしか判断し得ないからである。

第2に、損失が発生した場合には、適合性原則で救済されうることを投資家が事前に知れば、投資家は金融商品の仕組みやリスクを理解するインセンティブを失う可能性がある（モラル・ハザード）。第3に、適合性原則が一定の投資家に対して一定の金融商品を販売・勧誘してはならないとするルールであるならば、金融商品の仕組み、リスクを理解して自発的に取引を行うことを希望する投資家は、一見「弱者保護」と考えられるルールのために、かえって投資（取引）機会を奪われることになりかねない。

「取引環境整備」の視点

適合性原則を「取引環境整備」の視点から捉えた場合はどのように考えられるであろうか。本来は取引を行うのに相応しくない人々が市場（取引）に参加し損失を蒙れば、そのような市場（取引）は危険であるとの認識が広がるとも考えられる。したがって、適合性原則は、自分に適合しない商品を勧誘されることはないとして投資家が事前に認識し、より安心して金融商品を購入しうるようにすることで、長期的に市場を育成するためのものとも捉えうるであろう。

このように、取引の円滑化を目指し取引環境を整備するという観点から適合性原則を認めるとすれば、一定の商品を販売・勧誘してはならない顧客像を事前に明確化し、業者が何らかの客観的な基準をもとに顧客選別を行っていくことが望ましいとも考えられる。そのためには、「ある一定の属性を持つ顧客にはある一定の金融商品の勧誘（販売）を禁止する」という外形的な要素、金融商品の性質や、取引金額等を基準にした、明確かつ事前的な行為規範を法律で定めることも一案ではある。もっとも、業者にとっては、顧客に適合した商品を販売し顧客の効用を高めることが、長期的にはビジネス基盤の確保に繋がることを考えれば、適合性原則はビジネス遂行上当然の原則であり、法が課す行為義務ではないのかもしれない。した

がって、適合性原則について取り決める主体は自主規制団体や個々の業者である方が適切であるとも考えうる。

さらに、「取引環境整備」の視点からは、自発的な意思・判断に基づいて取引を行うことを希望する投資家は取引に参加できることとする方が望ましい。したがって、たとえ適合性原則を業者に課す場合でも、投資家が一定の手続をとる場合には、適合性原則を適用しない¹⁴²と考えるべきではなかろうか¹⁴³。例えば、適合性原則の適用を受けるか否かについて、投資家自身が選択できるようにすることや、適合性原則を一定の投資家に対する「販売」禁止ではなく「勧誘」禁止として捉えることも検討に値しよう¹⁴⁴。

行為能力制度・詐欺との関係

適合性原則を認める場合、それは民法等の既存取引ルールとの関係においてどのように位置づければよいであろうか。業者が投資家（顧客）に適合しない商品の取引を行わせたような場合に、当該取引が投資家にとって有利であれば、当該投資家はそのまま利益を享受できる一方、不利である場合には、投資家は補填を受けられることとするような制度は、民法の行為能力の制度に類似するものとして捉えられよう。しかし、民法の行為能力制度により保護されない投資家についても、それと同等の保護を与えるとすれば、取引の安定性が阻害されかねない。したがって、かりに適合性原則を認める場合には、それにより保護される投資家の範囲を事前的に明確に定めることが必要であろう。また、そのような適合性原則は、一定の基準に当てはまる投資家を本人の意思にかかわらず取引から除外するなど、金融取引についてのみ行為無能力制度を拡張するルールであると考えられるが、その根拠について十分な議論を行う必要がある。

前述のとおり、かりに「取引環境整備」という視点から適合性原則を考えた場合には、適合性原則の対象となる投資家が客観的な基準によって限定されることとなるが、対象外の投資家が自らの投資意向に添わない商品を取引した場合に全く救済されないこととなるわけではなかろう。事案を総合的に勘案し、顧客保護の必要がある場合には、民法の詐欺や一般条項等により救済を図るべきであろう。例えば、適合性原則に言及するいくつかの下級審判例が、業者の行為を違法と判断した実質的な理由は、業者が事実反することを述べるなど詐欺的な勧誘を行ったことにあるようにも解釈しうる¹⁴⁵。業者が詐欺的な勧誘方法により顧客の自己決定の機会を

142 適合性原則の適用対象外となることを希望する顧客の意思表示を客観的なものとするためには、顧客に何らかの書面の提出を義務づけるなど、手続を厳格なものとするのも一案であろう。

143 この場合、投資家が事後的に損害を蒙り、たとえ当該金融商品が事後的にみて顧客に適合していないものであったとしても、自ら一定の手続を採択した投資家は損害を負担することとなるのはいうまでもない。

144 もっとも、その際、「勧誘」の有無に関する事実認定の基準は明確化されるべきであろう。

145 例えば、大阪地判平成7年2月23日判タ914号197頁（証券会社担当者は、顧客がワラントとワラント債を混同していることを利用し、ワラントが転換社債のような商品であるように説明）のようなケースが考えられる。

奪ったような場合には、民法の詐欺や一般条項等を通じて、顧客の保護が図られるべき場合はありうると考えられる。

この点、米国の適合性原則は、証券業協会 (NASD) やニューヨーク証券取引所 (NYSE) の自主規制により定められており¹⁴⁶、ブローカー・ディーラーは、顧客の必要性に適合した証券のみを推奨しなければならないとされている。ブローカーが当該自主規制に違反した場合、自主規制機関の罰則が適用されるが、それにより当然民事責任までも問われるわけではなく、民事責任を追及する投資家は、Rule 10b-5 違反やコモン・ロー上の詐欺 (fraud) を主張しなければならないとされている¹⁴⁷。その際、投資家は、取引した証券が自らのニーズに適合していなかったこと、ブローカーは、それら証券が顧客に適合しないことを知っていたにもかかわらず、当該証券を推奨したこと、ブローカーが当該証券の適合性に関して重大な虚偽表示 (material misstatements) を行ったこと (もしくは、顧客との間に信認関係が存在する場合において、重要な情報の開示を怠ったこと) および、顧客がブローカーの詐欺行為を正当に信頼していたこと、などを立証しなければならない¹⁴⁸。適合性原則を金融取引における行為能力の制度の一類型としてではなく、米国のように、詐欺のルールの延長線上に位置づけることを検討することも一案であろう。

(2) クーリング・オフ制度

イ．問題提起

消費者保護制度の1つにクーリング・オフ制度がある。これは、顧客による取引の解除をほぼ無条件に認める制度である。前述の事例10では、証券外務員による訪問販売のケースを取り上げているが、より典型的なケースとしては、英会話教材の訪問販売などの事例を挙げることができる。近年、金融取引における消費者保護ルールとしてクーリング・オフ制度を採用すべきか否かが検討対象となっている¹⁴⁹が、金融取引にクーリング・オフ制度を設けることをどのように評価すべきであろうか。

ロ．関連規定・学説

訪問販売法6条および割賦販売法4条の3は、訪問販売の顧客は、申込みの撤回または契約解除が可能であることを業者から告げられた日から起算して8日間は、一切の不利益を受けることなく申込みを撤回し、または契約を解除することができる、と定めている。しかし、訪問販売法および割賦販売法は指定商品制をとっているため、多くの金融取引はその適用対象外である。

146 NASD Rules of Fair Practice, Article III, Section 2およびNYSE Rule 405(1)参照。

147 Jablon v. Dean Witter & Co., 614 F.2d 677, 679 ~ 681 (9th Cir. 1980), Roberts [1996] 809頁参照。

148 Brown v. E. F. Hutton Group, Inc., 991 F.2d 1020 (2d Cir. 1993)。

149 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」[1998]82頁。

金融取引については、いくつかの個別業法がクーリング・オフ制度を設けている。例えば、保険業法（309条）、商品ファンド法（19条）および特定債権法（59条）はクーリング・オフを認めているほか、現物まがい取引、投資顧問契約についてもクーリング・オフは認められている¹⁵⁰。

学説は、訪問販売などにおいて不意打ち的勧誘がなされることや、セールスマンが攻撃的な勧誘を行い消費者を心理的に追い込むことから、消費者の意思形成が不完全なまま契約が締結されること、顧客が商品を適正に評価することが一般的に困難であること、および、そうしたことが高額被害に結びつきやすいことなどを挙げ、クーリング・オフ制度の趣旨を説明している¹⁵¹。

八．分析・検討

「弱者保護」の視点

「弱者保護」の視点からは、金融取引についても他の取引同様、クーリング・オフ制度を設けるべきであるとも考えられる。セールスマンによる不意打ち的勧誘や心理的な追込みがなされることや高額な損失が生じやすいこと等が金融取引についても当てはまるのであれば、金融サービスの消費者を保護するためにクーリング・オフ制度を設けることも考えられないわけではなからう。

しかしながら、金融商品には、時間の経過とともに商品価値が大きく変化するという特性があるため、クーリング・オフ制度が馴染まない場合も多い。金融取引にクーリング・オフ制度を認めることは、オプション付金融取引を強制することと同様であり、そのような制度を設ければすべての投資家に一律にオプション・プレミアムの支払いを強要することになりかねない。かりに、オプション・プレミアムが金融商品・サービスの価格に上乗せされないとしても、クーリング・オフが付与されている商品・サービスについて取引当事者は当該オプションの価値を勘案するため、業者側（サービス供給者）に不利な価格設定であれば、業者は当該商品の供給を止めるであろう（逆に消費者・顧客側に不利であれば、業者は供給を継続するであろうが、これが顧客にとって好ましくないことは明白であろう）。このように、「弱者保護」の視点から金融商品にクーリング・オフ制度を設ける場合、当該商品の市場の成立を阻害し、結果として判断能力劣位者の保護に必ずしも繋がらなくなる可能性に留意する必要がある。

「取引環境整備」の視点

前述のとおり、金融商品には時間の経過とともに商品価値が大きく変化するという特性があるため、「取引環境整備」の視点からは、むしろクーリング・オフ制度

150 それぞれ、特定商品等の預託等取引契約に関する法律第8条、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律第17条。

151 河上 [1997] 187～188頁。

を認めない方が望ましいのかもしれない。金融商品についてはオプション付きのものを設計することが可能であるため、法制度がオプションを強制的に付与しなくとも、クーリング・オフを希望する当事者は、正当な対価を支払うことにより、オプション付商品を購入できるとも考えられる¹⁵²。

もっとも、クーリング・オフ制度により、詐欺的な勧誘を行う業者のインセンティブが減殺されるという点で、当該制度は「取引環境整備」に資すると考えることもできる。例えば、クーリング・オフ制度がない場合、詐欺や強迫などにより被害を蒙った消費者が契約の取消・無効を主張するためには詐欺・強迫を立証しなければならないが、クーリング・オフ制度がある場合には、こうした立証責任に係るコストは軽減される。クーリング・オフ制度により消費者が一定の期間契約を無条件で解除できるならば、業者にとっては、クーリング・オフ制度がなければ実施したであろう詐欺的な行為を行うインセンティブは減殺されるであろう。そのようなメリットが存在する場合には、クーリング・オフ制度を限定的に認めることも一案であろう。

ウォーミング・アップ制度 EU指令案

なお、EU (European Union) では、電話、インターネットや郵便等を通じてなされる金融取引について、消費者に「クーリング・オフ期間」とならんで「ウォーミング・アップ期間」を認める指令案が検討されている¹⁵³。ウォーミング・アップ制度とは、消費者が契約を締結する前に、一定の期間契約条件について熟慮できることを保障する制度である。指令案は、原則として14日間のウォーミング・アップ期間を定め、この間、事業者は提示した契約条件を変更できないこととしている（同3条1項）。ただし、期間中の価格の変動を伴うような一定の種類の金融取引の場合、取引価格については契約締結の際に当事者が合意しなければならないとされている（同3条3項）。また、指令案は、消費者に対して契約条件が提示される前に契約が締結された場合、あるいは消費者が不公正な働きかけによって契約締結に誘引された場合には、契約締結後原則として14日間のクーリング・オフ期間を認めているが（指令案4条1項および2項）、外為取引や有価証券取引、先物やオプションその他の価格変動を伴う金融商品取引については、上記を理由とするクーリング・オフは認めないこととしている（同4条1項）。指令案が、金融商品の価値は時間の経過とともに大きく変動するという点に留意していることは、金融取引についてクーリング・オフ制度やウォーミング・アップ制度を設けることを検討する際には参考となる。

152 オプションの権利行使可能性が低い商品については、そのオプション・プレミアムも低くなるであろう。

153 “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council concerning the distance marketing of consumer financial services and amending Council Directive 90/619/EEC and Directives 97/7/EC and 98/27/EC,” COM(1998)468 final - 98/0245 (COD), 11/12/1998 参照。

本章では、これまでの分析・検討を踏まえ、金融取引における「公正（fairness）」概念の再整理を試みる。そのうえで、「公正」概念の捉え方を手掛かりに、今後の金融法制のあり方を考える際に留意されるべきいくつかの視点を提供してみたい。

1. 「公正」概念の再整理 「取引環境整備」と「弱者保護」

第 章では、法学と経済学における「公正」概念の類似性に着目しつつ、「公正」概念は2つの異なる概念を内包していると整理した。達観すれば、それらは、法学における「機会の平等」に類似する概念であり、かつ経済学における資源配分の「効率性」をサポートする概念である「取引環境整備」と、法学における「結果の平等」と経済学における「所得分配の公正」に類似しうる概念である「弱者保護」であると類型化した。そこでは、前者は「取引を促進するために、各経済主体の取引機会の平等が事前的に確保されるような取引環境を整備すること」であり、後者は、金融取引の当事者の一方が情報、交渉力、判断能力等において劣位者であると考えられる場合に、「劣位者を保護するために、事前的であると事後的であるとかかわらず何らかの措置を採ること」であると定義した。

第 章における各具体例の分析・検討を踏まえれば、「取引環境整備」とは、より具体的には、情報格差の是正等により情報劣位にある者の契約自由を事前に保障すること、金融市場における価格形成機能を担保し価格情報のみによって取引を行いうる環境を整備すること、および、交渉力あるいは判断能力に格差がある当事者間において両当事者の自発的な意思に基づいて取引が行われやすくなるような手続を設けること等を意味していると整理できる。これらは取引当事者に一定程度の事前の平等を保障することにより取引を促進するための措置であり、手続面での「公正」を含むと捉えてもよいであろう。

一方、「弱者保護」とは、情報力、交渉力、判断能力等に格差のある当事者間で取引を行った結果、それらの点において劣位にある当事者が損失を蒙ることや不本意な取引条件で取引を行うことから当該劣位者を救済するために、損害賠償請求を認めることや取引を無効とすることなどを意味している。こうした「弱者保護」のためのルールは、事前的であると事後的であるとを問わず、当該弱者のために成果・分配の平等を確保しようとするものとして捉えられよう。

しかしながら、「弱者保護」の視点のみからルールを設計した場合、弱者を相手とした取引を行うインセンティブが低下し、その結果、取引が不活発化しかねないという、双方の当事者にとって好ましくない帰結を招くおそれがある。

このように、取引当事者間に情報力、交渉力、判断能力等の格差がみられるとき、「取引環境整備」の視点を重視し、取引当事者に一定程度の事前の平等を保障する場合と、「弱者保護」の視点を重視し、劣位者を保護するために事前・事後を問わず何らかの措置を採る場合がある。本稿が取り上げた事案の多くを巡る従来の議論

においては、両者は必ずしも明確に区別されてこなかったように思われる。もちろん、「取引環境整備」の視点から設計するルールが「弱者保護」に資する場合もあるなど、2つの視点が両立する部分もあるが、「弱者保護」の視点を強調すれば「取引環境整備」には繋がらない場合も生じ、いずれの視点を重視するかによってルール設計は大きく異なることになる。また、両者の区別が意識されない場合、当該ルールが意図された機能を必ずしも果たさなくなることもありうる。したがって、「取引環境整備」と「弱者保護」という2つの視点を峻別したうえで、取引ルールのあり方について十分な検討を行うことが適切である。

例えば、説明義務についてみると、たしかに契約が合意に至るまでには当事者間の意思の合致が必要であり、両当事者は取引内容について「納得」して取引を行うことを望むであろう。金融機関に説明義務を課すことは、「弱者保護」に資すると同時に、「取引環境整備」にも資するものと考えられる。しかし、「弱者保護」の視点のみを重視すれば、売手の取引コストが増加するとともに説明義務が果たされたか否かは結果から判断されかねないため、「売手」が取引を行うインセンティブを損ねることになりかねない。また、説明義務の内容が顧客ごとに変化すれば、エンフォースメント・コストも相対的に高くなると考えられる。その結果、このようなルールは取引の縮小に繋がりがねないという意味で「取引環境整備」を損ねる可能性がある。第 4 章では、この点を考慮し、説明義務を客観的な基準によって定めることができるならば、その方が買手の契約自由の保障や両当事者の取引コストおよびルールのエンフォースメント・コストの観点からも望ましいのではなかろうか、との問題提起を行った。

一方、従来から消費者（投資家）保護の制度として考えられてきたものについても、消費者（投資家）保護的な側面を強調し過ぎれば、こうした制度が中長期的には弱者保護の機能を果たせなかったり、意図していなかった結果に繋がる場合がある。例えば、抗弁切断条項については、従来の学説には「経済的にも劣位である消費者を保護する」ための制度として、抗弁の切断条項を無効とすべきであると主張するものが多い。しかし、「弱者保護」のためのルールとして抗弁の接続を常に認めれば、流通業者はクレジット・カードによる支払いを拒絶するインセンティブを持ちかねない。また、適合性原則についても、多くの学説・判例はこれを「弱者保護」の視点から捉えている。しかし、顧客ごとに「適合する金融商品」の範囲が変化すれば、取引コストが増加するとともに業者の予見可能性が損なわれるため、金融機関等が取引を行うインセンティブは低下するであろう。この結果、顧客（投資家）は取引を行う機会を失うことになりかねない。むしろ、第 4 章で述べたとおり、かりに適合性原則を認めるとすれば、これを「取引環境整備」のための視点から捉え、「ある一定の属性を持つ顧客にはある一定の金融商品の勧誘を禁止する」という外形基準に基づくものとして割り切ることが、結果として顧客の取引機会の確保に繋がるとも考えられるのではなかろうか。

2. 金融法制再構築への視点

本稿は、「公正」概念をいかに捉えるべきかという問題意識から、今後の金融取引法制のあり方を検討してきた。これまで述べてきたように、「公正」とは何かという問題について分析する際には、「弱者保護」と「取引環境整備」という2つの視点の相克が問題となるが、その過程において今後の金融法制のあり方を考えるうえで有益ないくつかの論点が浮かび上がってきた。そこで以下では、弱者保護の再考、市場概念の外延 市場の価格形成機能の再考、「公正」ルールの明確化と法的不確実性の除去、および、「公正」概念と自己責任原則について敷衍し、本稿を総括することとしたい。

(1) 弱者保護の再考

本稿では、「公正」のためのルール・制度を「弱者保護」の視点のみから捉えようと、それが「取引環境整備」の視点から捉えたルールのあり方と対立し、結果的には弱者保護に繋がらないものとなる場合があるという点を指摘した。このように、法制度のなかには、取引の促進や効率性の向上という観点からは望ましくない、いわば「悪い『弱者保護』」が少なからずみられる。これは、本稿で取り扱う金融の分野に限らず規制全般に当てはまる一般的な議論でもある。「規制緩和」が推進されるなかでは、今あらためてこの視点の重要性が注目される¹⁵⁴。第 4章で分析・検討した具体例についてルールを設計する際、「弱者保護」の視点が強調され過ぎれば、弱者が取引に参加できない、または、「弱者保護」の負担が価格等に転嫁され弱者がそれを負わざるを得ない、という弱者にとっても好ましくない結果となりかねない。

第 4章で述べたように、所得分配の「公正」が経済主体のインセンティブに与える影響を考えれば、これを「効率性」の向上と切り離して捉えることが適切ではない場合がある。金融取引法制のあり方を検討するにあたって、経済主体のインセンティブを勘案した「取引環境整備」のためのルールを設けることにより、情報力、交渉力、判断能力における劣位者さえもより望ましい結果を享受しうるような制度作りを目指すべきではなからうか。

なお、取引当事者のインセンティブに着目する制度は、金融業者間にも、投資家間にも、ある程度の「結果の不平等」をもたらす可能性がある¹⁵⁵。例えば、顧客

154 「悪い『弱者保護』」の端的な例としてしばしば経済学において例示されるのは最低賃金法である。弱者である労働者を保護するために立法された最低賃金法は、労働者の利益にならない結果を招聘したといわれている。最低賃金法により労働者に対してありうべき市場均衡賃金よりも高い賃金が支払われることになれば、労働者に対する需要は減少する一方、労働の供給量は増加する。この結果、法定最低賃金よりも低い市場均衡賃金であれば雇用されたであろう労働者は職に就けなくなるため、最低賃金法は結局低賃金労働者の保護にはならないことが指摘されている。例えば、スティグリッツ [1994] 205～209頁。

155 経済学においては「インセンティブ・平等のトレードオフ」と説明されている。スティグリッツ [1994] 57～58頁。

の納得・満足を得られた金融機関はより多くの顧客を獲得できるであろうし、より多くの情報を集め、よりの確な判断能力を身につけた投資家はより多くの富を得るであろう。一方、情報を収集せず、取引に関する確な判断能力を備えない投資家は、取引の機会を制限されうるのである。

(2) 「市場」概念の外延 市場の価格形成機能の再考

取引所のような「市場制度」において、その取引規模を維持・拡大し、価格形成機能を維持するためには、一定のルールが必要である。換言すれば、そのルールの存在によって取引所など一定の取引の「場」において「公正さ」が作り出されているということもできよう。取引所のような市場制度には、取引をある程度定型化することにより、取引関連情報等を価格に集約しうるような工夫が凝らされていると解しうる。こうしたルールにより標準化された取引では、「弱者」を含めたいかなる取引主体も価格のみをシグナルとして取引を行うことが可能となる。そのため、「価格形成機能」が重視されているといえよう。

もっとも、取引を集約し価格を形成する「場」は取引所に限定される必要はなく、株式の店頭市場、外国為替市場、短期金融市場、デリバティブ市場などのOTC (over the counter) 市場をも含むものであろう。そのように考えると、本稿で取り上げた「相場操縦の禁止」や、「損失補填や損失保証の禁止」、「インサイダー取引の禁止」、「市場集中原則」等のルールは、「価格形成機能」に特別な意義づけをしたルールと捉えられよう。例えば、外国為替市場にはこれらのルールは存在しない。もっとも、こうしたルールの趣旨は証券市場以外の金融市場で当てはまるものも多く、今後の金融法制を考えるうえで、必要に応じて考慮されるべきであろう。

市場の「公正」性が阻害された場合、その被害は、特定の個人というよりもむしろ不特定多数の市場参加者全体に及ぶと考えられる。しかし、わが国では、市場の「公正」性を阻害した者に対する民事責任を追及する制度が整っているとはいえない。この点、米国では、制定法によって不公正取引を行った者の民事責任を認めているほか、判例法によって確立した「fraud on the market theory(市場に対する詐欺の理論)」によって、被害者側の因果関係の立証責任が軽減されている。一般投資家が民事責任を追及できる制度を創設すれば、インサイダー取引、損失補填や相場操縦等、不公正取引を実施する者のインセンティブが低下する可能性があり、こうした制度の創設を今後の金融法制再構築のなかで検討することが重要であろう。

(3) 「公正」ルールの明確化と法的不確実性の除去

本稿では、「公正」概念を基本的には「取引環境整備」の視点から捉えて事前的な取引ルールを整備することが重要ではないかとの問題提起を行ってきたが、これに対しては以下のような疑問もあり得よう。すなわち、紛争解決については従前より民法や商法が十分な規律を設けており、極端な見方をすれば、信義則、権利濫用

の禁止や公序良俗等の一般条項を柔軟に解釈することにより、「公正」な紛争処理を図れる。したがって、それ以外のルールは必要ないのではないかと、あるいは、そのようなルールは民法・商法の柔軟な解釈の妨げになるのではないかととの疑問である。また、金融取引についてのみルールの明確化が必要であるとすれば、果たして金融取引は特別なのであろうか、との疑問もあろう。

金融取引の特徴としては、異時点間の取引であるという本来的な性質から由来して、将来起こりうる状態が一義的でないという、将来予想に関する情報が当事者間で非対称的であること（不確実性・非対称性）に加え、最近では、情報通信技術の進展を背景に、金融商品を複雑なストラクチャーにしたり、レバレッジの高いものとすることができるということ（複雑性）、同種の取引を繰り返し行えること（反復性）や、グローバルな規模で取引が瞬時に行われうること（グローバル性）等を指摘できよう。もちろん、これらは必ずしも金融取引に固有の性質ではないが、少なくとも金融取引にこうした性質が色濃くみられることは事実である。こうした金融取引の性質を踏まえると、今日、金融取引について「取引環境整備」のための取引ルールを明確化することには、以下のような意義があるといえよう。

まず、第1に、取引ルールを明確化することにより、取引当事者の予見可能性を高めることができる（これが、取引の活発化に繋がりうることは繰り返し指摘してきたとおりである）。第2に、多くの場合に当事者が望むであろうルールをあらかじめ決めておけば、当事者は取引を行うたびに交渉・確認をし直す必要がなくなるため、取引コストの軽減に資するであろう¹⁵⁶。第3に、日本の金融取引法制は、欧米諸国のそれと競合関係に立つため、ルールが競争上不利なものとなっていないことが重要である。例えば、英米の金融取引ルールがより明確なものであれば、情報通信手段の発達により金融取引は日本国外へ移転してしまう可能性がある。

なお、いかに金融取引ルールを明確化していくかという点については、それを法令として定めるのか、あるいは業者団体等による自主規制や個別金融機関等の内部規則に委ねることとするのか、また、それぞれをどのように組み合わせるのが望ましいのかといった問題があろう。こうした点は今後検討すべき課題なのではなかろうか。

（４）「公正」概念と自己責任原則

「公正」なルールの必要性が議論される際、しばしば「自己責任原則」の重要性が併せて指摘される¹⁵⁷。また、投資家保護のあり方が論じられる際に、一般投資家

156 会社法についてこの点を指摘しているものとして、神田・藤田 [1998] 456頁参照。

157 例えば、消費者契約法最終報告は、「規制緩和・撤廃後の自己責任に基づく市民社会は……公正で自由な競争が行われる市場の実現を求めており、無責任な自由放任や弱肉強食を目的としているわけではない。……消費者、事業者双方の自己責任を問うためには、十分に理性的な自己決定をなし得る状況の下で消費者の自由な意思形成がなされるための環境整備がなされる必要がある」と説いている。消費者契約法最終報告 [1999] 6～7頁。

を保護の対象としての「弱者」と捉えるのではなく、「自己責任意識」をもって主体的にリスクを選択できる自立した存在として捉えるべきだといわれることがある¹⁵⁸。このような文脈で用いられる「自己責任原則」とはいかなる概念であろうか、また、「公正」概念とどのような関係にあるのであろうか。

「自己責任原則」の重要性が再認識されている1つの背景には、前述したように金融分野における「技術革新」の進展等により、従来のような事前予防的な行政規制等がもはや実効的ではなくなり、かつ、金融市場の発展にもそぐわなくなりつつあることを指摘しうる。いわゆる金融機関もその顧客もより自由に活動できるようにするための規制緩和・金融自由化が必要となっている一方、各取引主体が自ら適切なリスク管理を施すことも要請されつつあり、そうした要請が「自己責任原則」と呼ばれているといえよう。すなわち、金融サービスの利用者は自立した主体として金融取引に取り組み、契約の自由を享受して行った金融取引から生じる利益やリスクの帰属に関して自ら適切なリスク管理を行うことが必要となる。その際、事前的に取引に関するルールが整備されていれば、各取引主体はそれを事後的に変更することを求め得ないと考えるべきであろう。換言すれば、自己責任原則を要求するには、取引ルールに関する不確実性が可能な限り除去されていることがその大前提であり、この意味で、「取引環境整備」は「自己責任原則」の前提となる環境の整備であると考えることができる。

もちろん、顧客側の「自己責任原則」を強調することと、金融サービスの提供者である金融機関等業者が業者としての当然の責任を負うことは、相容れないものではない。今後の金融取引環境下では、「専門家」として、あるいは「サービス提供者」としての業者は、顧客のために一定の注意を払いつつ行動する義務、あるいは顧客に対して金融サービスを誠実・忠実に執行する義務を負うと思われる。前述の「取引環境整備」を進めていくうえでは、取引ルールを明確化していく一方で、業者サイドがその義務を果たすことが重要であろう。

終わりに

金融ビッグバンの目標の1つは、わが国の金融市場を市場原理が働く自由な市場とすることであり、これは金融市場の効率性をいっそう高めることを目指すものである。その意味でも、金融ビッグバンのスローガンの1つである「公正 (fairness)」概念は、「自由 (free)」と両立すべく、取引機会の平等の保障、あるいは、「より効率的な資源配分」を達成しうる取引環境を整備すること、を意味すると捉えられるのではなからうか。このような視点から金融取引ルールを捉えれば、それは透明であると同時に、取引当事者の取引機会を最大化する機能を果たしうるもの

158 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」[1998]8頁。

であることが望ましいといえよう。その際、情報・交渉力・判断能力等においてより劣位な地位を占める取引当事者（弱者）さえも可能な限り多くの取引機会を享受し、取引の利益を確保しうるようなルール、とりわけ各経済主体の取引インセンティブを十分に考慮したルールを策定することが肝要であろう。

このような「取引環境整備」のためのルールの意義は、取引に参加する機会を経済主体に平等に提供することにあると考えられ、また、ルールの明確化によって法的不確実性を除去することにある。「取引環境整備」のためのルールが金融取引の主体として想定している者は、近代民法が想定していた「理性的・意思的で強く賢い」取引主体であり、自由な交渉によって契約内容を決することができる主体なのではなかろうか。そうだとすれば、金融取引の「公正」性を確保する「取引環境整備」のためのルールとは、民商法の理念の修正を迫るものではなく、むしろ民商法の一般原則のなかに発見され、それが具現されたものであると捉えられよう。

わが国の金融市場は、市場原理が働く自由な市場へと移行する過渡期にある。こうした移行期にはより明確で詳細なルールが必要であるとしても、一般投資家の間で多様な金融商品・サービスの周知度が高まれば、ルールは明確ながらも簡潔なものとなる可能性がある。また、金融環境の急激な変化に鑑みれば、今後とも変化に即して必要なルールが形成されるべきであろう。本稿では、「公正」概念を手掛かりにルール形成の際に留意されるべき2つの視点を取り上げ、具体的な問題に即して論じてきた。こうした試みが今後のルール形成に何らかの示唆を与えるものであれば幸いである。

参考文献

- 今村成和、『独占禁止法入門 [第4版]』、有斐閣、1993年
- 上村達男、「損失保証・損失補填の法律問題」、『商事法務』1257号、1991年
、「インサイダー取引規制の内規事例」、『別冊商事法務』195号、1997年
- 内田 貴、『民法 債権各論』、東京大学出版会、1997年
- 江頭憲治郎、『結合企業法の立法と解釈』、有斐閣、1995年
- 大河純夫、「利息の制限」、星野英一（編）『民法講座5 契約』、有斐閣、1985年
- 奥野正寛・鈴木興太郎、『ミクロ経済学』、岩波書店、1988年
- 落合誠一、「消費者法の課題と展望」、『ジュリスト』1039号、1998年
- 河上正二、「『クーリング・オフ』についての一考察 『時間』という名の後見人』」、『法学』60巻6号、1997年
- 川浜 昇、「ワラント勧誘における証券会社の説明義務」、『民商法雑誌』113巻4・5号、1996年a
、「独占禁止法と私法取引」、『ジュリスト』1095号、1996年b
- 神崎克郎、「証券会社の投資勧誘における注意義務」、『民商法雑誌』113巻4・5号、1996年
- 神田秀樹、「合併と株主間の利害調整の基準 アメリカ法」、江頭憲治郎（編）『80年代
商事法の諸相 鴻 常夫先生還暦記念』、有斐閣、1985年
・藤田友敬、「株式会社法の特質、多様性、変化」、三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之
（編）『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年
- 楠元純一郎、「市場における詐欺理論とカリフォルニア州法上の詐欺」、『商事法務』1423号、
1996年
- 黒沼悦郎、「損失補填の禁止」、岸田雅雄・森田 章・森本 滋（編）『河本一郎先生古稀祝賀
現代企業と有価証券の法理』、有斐閣、1994年
- 小粥太郎、「説明義務違反による不法行為と民法理論（上）（下） ワラント投資の勧誘を
素材として」、『ジュリスト』1087・1088号、1996年
- 小林秀之・神田秀樹、『「法と経済学」入門』、弘文堂、1986年
- 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎、『証券取引法入門 新訂版』、商事法務研究会、1999年
- 佐賀卓雄、「取引所集中義務の撤廃について」、『証券レビュー』39巻1号、1999年
- 佐々木 毅（編）『現代政治学の名著』、中央公論社、1989年
- 潮見佳男、「投資取引と民法理論（一）（二）（三）（四・完）」、『民商法雑誌』117巻6号、
118巻1・2・3号、1998年
- 清水 巖、「クレジット契約と消費者の抗弁権 個品割賦購入あっせんを中心として」、遠藤
浩・林良平・水本 浩、『現代契約法大系（第4巻）』、有斐閣、1985年
- 清水葉子、「米国ATS規制の最終案について（上）（下）」、『証研レポート』1567・1568号、
1999年
- 証券法制研究会（編）『逐条解説 証券取引法』、商事法務研究会、1995年
- ジョセフ・E・スティグリッツ、『入門経済学』、東洋経済新報社、1994年
、「ミクロ経済学』、東洋経済新報社、1995年

- 竹内昭夫、『消費者信用法の理論』、有斐閣、1995年
- 千葉恵美子、「割賦販売法上の抗弁接続規定と民法」、『民商法雑誌』93巻臨時増刊号(2)、1986年
- 、「抗弁の接続問題と消費者契約法(仮称)および債権流動化関連法との関係(上)(下)」、『NBL』646・649号、1998年
- 富田一成、「米国における代替取引システム等に関する新たな規制の概要」、『商事法務』1517号、1999年
- 長尾治助、「金銭貸付における説明義務 インパクト・ローンのケースを中心として」、長尾治助(編)、『レンダー・ライアビリティ 金融業者の法的責任』、悠々社、1996年
- 根岸 哲・杉浦市郎(編)、『経済法』、法律文化社、1996年
- 長谷川貞之、「クレジットカード」、森泉章・池田真朗(編)、『消費者保護の法律問題』、勁草書房、1994年
- 原 敏弘、「金融機関の貸し渋りといわれる行為と独占禁止法」、『バンキング』477号、1999年
- 平井宜雄、『法政策学(第2版)』、有斐閣、1995年
- 福岡正夫、『ゼミナール 経済学入門』、日本経済新聞社、1986年
- 藤田友敬、「未公開情報を利用した株式取引と法」、岩原紳作・神田秀樹(編)、『竹内昭夫先生追悼論文集、商事法の展望 新しい企業法を求めて』、商事法務研究会、1998年
- 本田純一、「消費者信用とその問題点」、岩村正彦ほか(編)、『岩波講座現代の法13・消費生活と法』、岩波書店、1997年
- 松下満雄、『経済法概説[第2版]』、東京大学出版会、1995年
- 三木俊博・櫛田寛一・田端 聡、「証券投資勧誘と民事的違法性 外貨建ワラント取引を巡って」、『判例タイムズ』875号、1995年
- 森末伸行、『正義論概説』、中央大学出版部、1999年
- 森田 章、「証券会社と顧客との関係」、『民商法雑誌』113巻4・5号、1996年
- 森田宏樹、「『合意の瑕疵』の構造とその拡張理論(1)(2)(3・完)」、『NBL』482・483・484号、1991年
- 山下友信、「証券投資の勧誘と説明義務 ワラントの投資勧誘を中心として」、『金融法務事情』1407号、1995年
- 山田誠一、「情報提供義務」、『ジュリスト』1126号、1998年a
- 、「勧誘規制」、『ジュリスト』1139号、1998年b
- 横山美夏、「契約締結過程における情報提供義務」、『ジュリスト』1094号、1996年
- マーク・ラムザイヤー、『法と経済学 日本法の経済分析』、弘文堂、1990年
- ルイ・ロス、『現代米国証券取引法』、商事法務研究会、1989年
- 新しい金融の流れに関する懇談会、『論点整理』、1998年
- 証券取引審議会報告、『内部者取引の規制の在り方について』、1988年
- 証券取引審議会総合部会、市場ワーキング・パーティー報告書、『信頼できる効率的な取引の枠組み』、1997年
- 国民生活審議会消費者政策部会、『消費者契約法(仮称)の具体的内容について』、1998年
- 、「消費者契約法(仮称)の制定に向けて』、1999年

- Carlton, Dennis W., and Fischel, Daniel R., "The Regulation of Insider Trading," *Stanford Law Review*, 35, 1983, pp. 857-895.
- Easterbrook, Frank H., and Fischel, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.
- Farnsworth, E. Allan, *Contracts, Second Edition*, Little, Brown and Company, 1990.
- Fischel, Daniel R., and Ross, David J., "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?," *Harvard Law Review*, 105, 1991, PP. 503-553.
- Gilson, Ronald J., and Kraakman, Reinier H., "The Mechanics of Market Efficiency," *Virginia Law Review*, 70, 1984, pp. 549-644.
- Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation, Third Edition*, West Publishing Co., 1996.
- Keeton, W. Page, Dobbs, Dan B., Keeton, Robert E., Owen, David G., eds. *Prosser and Keeton on The Law of Torts, Fifth Edition*, West Publishing Co., 1984.
- King, Mervyn, and Roell, Ailsa, "Insider Trading," *Economic Policy*, 3, 1988, pp. 163-193.
- Langevoort, Donald C., "Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers," *California Law Review*, 84, 1996, pp. 627-701.
- Macey, Jonathan R., "From Fairness to Contract: The New Direction of The Rules Against Insider Trading," *Hofstra Law Review*, 13, 1984, pp. 9-64.
- Markham, Jerry W., "Protecting the Institutional Investor — Jungle Predator or Shorn Lamb?," *Yale Journal on Regulation*, 12, 1995, pp. 345-386.
- McManis, Charles R., *Unfair Trade Practices in a Nutshell, Third Edition*, West Publishing Co., 1993.
- Rawls, John, *A Theory of Justice*, The Belknap Press of Harvard University Press, 1971.
- Roberts, Lyle, "Suitability Claims under Rule 10b-5: Are Public Entities Sophisticated Enough to Use Derivatives?," *University of Chicago Law Review*, 63, 1996, pp. 801-835.
- Root, Stuart D., "Suitability – The Sophisticated Investor – and Modern Portfolio Management," *Columbia Business Law Review*, 1991, 1991, pp. 287-357.
- Rubinstein, Aaron, "Derivatives & Risk Management: Common Law Theories of Liability in Derivatives Litigation," *Fordham Law Review*, 66, 1997, pp. 737-745.
- Shulman, Zachary, "Note: Fraud-on-the-Market Theory After Basic Inc. v. Levinson," *Cornell Law Review*, 74, 1989, pp. 964-991.

