

〔論 説〕

投資市場における責任配分法理（3）

—— 投資者自己責任と投資仲介者配慮義務との相克 ——

永 田 泰 士

序章 問題状況と分析の視角

第一章 規制緩和時代の法の役割

第二章 消費者契約法 —— 消費者と事業者間の責任配分 ——

第三章 改正金融商品販売法上における説明義務の範囲

(以上 52 号)

第四章 フラントとは何か

第五章 フラント訴訟に見る判例法理の現状

(以上 54 号)

第六章 学説の議論状況

第一節 はじめに

第二節 説明義務原則不要論

第三節 限定説

第四節 ポートフォリオ理論に基づく説明義務論

第五節 非限定説

第六節 小括

第七章 ドイツにおける積極的投資者保護の法理としての助言義務の生成

第一節 はじめに

第二節 Bond 判決

第三節 Bond 判決の背景

—— ユニバーサルバンク制度とリレーションシップバンキングモデル ——

第四節 リレーションシップバンキングモデルと Bond 判決の機能

第五節 小括

(以上本号)

- 第八章 ドイツにおける助言義務排除・説明義務低減法理の生成
- 第九章 EU 指令 MiFID と改正 WpHG
- 第十章 金融ビッグバン後の日本投資市場の変化
- 終章 投資市場における責任配分法理

第六章 学説の議論状況

第一節 はじめに

本章では、前章において検討したワラント訴訟における多様な説明義務の範囲設定を受け、我が国の学説上いかなる議論が展開されてきたのかを検討する。本稿において論じてきたように、説明義務の範囲確定の根底には、投資市場における説明義務は、「自己決定基盤の歪曲化禁止」を原理基盤とするのか、それとも、それにとどまらず、「積極的投資者保護」の要請を原理基盤とするのか、という問題が横たわっていた。それゆえ、本章において我が国の学説上の議論を分析するにあたり、各論者が、ワラント取引に伴う説明義務の範囲を決する際に、この二つの原理基盤のいずれを、いかなる理由から採用しているのかに着眼する。以下では、かような分析の視角に基づき、考察を進める。¹⁾

第二節 説明義務原則不要論

I 説明義務原則不要論の骨子

はじめに、説明義務の範囲を論じる以前に、説明義務の存在それ自体に懐疑的な見解から検討を行う。川村和夫弁護士の見解である²⁾（以下では、これを「説明義務原則不要論」とする）。川村弁護士は、ワラント訴訟を検討し、裁判例において、説明義務が導出される根拠は、証券取引法等の法令の趣旨及び信義則にあるとす³⁾。そして、後者の信義則上の注意義務を導く実質的根拠は、以下の四点に集約

- 1) なお、以下の議論は全て、金販法上の説明義務ではなく、不法行為法上の説明義務に関する議論である。というのも、この時期には未だ金販法は存在しなかったためである。しかし、ワラント訴訟の時代に展開された不法行為法上の説明義務を考察し、諸議論が前提とする当時の事前調整型投資市場の背景を浮かび上がらせることにより、後述するように、今日の金販法上の説明義務の性質を理解する上で重要な示唆を得ることになる。
- 2) 川村和夫「ワラント取引と説明義務」判タ 883号 (1995) 48頁。
- 3) 川村・前掲注 2) 55頁。

されるという。すなわち、① 証券会社と顧客との間に情報・経験・知識の面で歴然とした格差があること、また、これを前提として、② 証券会社の助言・勧誘に対する顧客の信頼は法的保護に値すること、③ 証券会社の公的立場、そして、④ ワラントに関しては、ワラントがハイリスク・ハイリターン⁴⁾の特質を有し、その内容が複雑な投資商品であることにあるとする。その上で、これらの要素は全て、私法効を伴う説明義務を導く根拠に直ちにはなりえない⁵⁾という。では、なぜこのような帰結が導かれるのだろうか。

まず、前者の、証券取引法等法令の趣旨から説明義務を導くことができないとする論拠を確認しよう。川村弁護士によれば、証券取引法の趣旨は、「『国民経済の適切な運営』のために、有価証券の取引市場が公正であり、流通が円滑であるという客観的な状態の形成、維持が必要であると宣言し、取引市場に参加する一般の抽象的な総体としての投資者において、有価証券投資をする場合に、その投資対象である有価証券及びその流通等に関して適正な情報公開がなされ、取引市場が公正であり、流通が円滑であることによる便益を享受できることを、『投資者の保護』と表現したものである⁶⁾』。そして、かような趣旨を追求するための証券取引法の規制態様は次のようなものであるとする。すなわち、「有価証券市場に資金を投資し市場参加する投資家において、任意かつ自由になされた投資判断が集積することによって、適正な需給統合が図られ、価格形成が公正なものとなる」。そこで証券取引法は、「市場の公正と流通の円滑を達成するため、……証券取引において中心的な役割を担う証券会社に対し、市場における価格形成が公正であることを阻害する可能性のある行為を禁じている」。具体的には、証券会社等は「投資勧誘をなすことにより、投資家が投資判断をなす意思決定の過程に関与することが日常的であるため、投資勧誘をなすに際して、個々の投資家の任意かつ自由な投資判断を妨げてはならない責任を、市場に対して、負っている」。換言するならば、証券取引法が証券会社に求めているのは、「投資家の任意かつ自由な投資判断を妨げるような行為をしてはならないという不作為であるに過ぎず、投資勧誘にあたって、情報を提供したり、商品に関する説明をしたり、

4) 川村・前掲注 2) 60 頁。

5) 川村・前掲注 2) 60 頁。

6) 川村・前掲注 2) 56 頁。

あるいは、顧客が適切な投資判断をするよう積極的に配慮したりすることまでを求めるものではない⁷⁾、と。

以上の理解に基づき、証券取引法上の勧誘規制制度に関する検討が加えられているが、断定的判断の提供に関する検討の中に、説明義務原則不要論の思考が色濃く反映されている。川村弁護士によると、断定的判断の提供を禁止する趣旨は、それが「投資家自身の任意かつ自由な判断によらない安易な投資決定」を招き、「適正な需給統合による公正な時価形成」を妨げるため、かかる行為を「可及的に排除」することにある、という。そして、「いかに、有価証券価格の騰落について断定的判断の提供による勧誘がなされ、それを信じて投資家が投資したとしても、その断定的判断に対する投資家の信頼は」、前述の断定的判断の提供禁止の趣旨に鑑みれば、証券取引法上は、「保護に値しない」し、同趣旨をもって、「証券会社の、顧客に対する注意義務や、信義則上の注意義務を導くことは、法理論的には飛躍がある⁸⁾」という。

以上要するに、説明義務原則不要論は、証券取引法の制度趣旨を、「適正な需給統合による公正な時価形成」、すなわち効率的証券市場の維持に見出す。そして、その制度趣旨からは、積極的な投資者への配慮義務を証券会社に求める必要は見出せず、また、ある（積極的態様の）不当勧誘を受けた結果損失を被った投資者の信頼を保護する必要性も見出せないと断じるものであると理解できる。また、その思考には、序章において論じた、説明義務を基礎付ける二つのアプローチのうち、民事法学においては未だ本格化がなされていない、「効率性アプローチ」の色彩が見え隠れする。

以上を踏まえ、次に、説明義務原則不要論が、信義則を根拠とし、説明義務を導くことができないとする過程を確認する。前述の通り、説明義務原則不要論は、裁判例が信義則に基づき説明義務を導く実質的根拠は、以下の四点にあるとする。すなわち、①証券会社と顧客との間に情報・経験・知識の面で歴然とした格差があること、また、これを前提として、②証券会社の助言・勧誘に対する顧客の信頼は法的保護に値すること、③証券会社の公的立場、そして、④ワラントに関しては、ワラントがハイリスク・ハイリターンの特質を有し、その内容が複

7) 川村・前掲注 2) 56 頁。

8) 川村・前掲注 2) 57 頁。

雑な投資商品であること、である。⁹⁾説明義務原則不要論は、この四点のいずれもが、説明義務を導く根拠にならないという。それは、次のような理由に基づく。

第一に、証券会社の優位性について、以下の疑問が呈される。すなわち、一般に、証券会社が顧客より優越しているのは、相場分析に関する情報である。しかし、「商品知識については、情報化社会の今日、顧客が一般の刊行物等により情報を得ることは極めて容易であり、証券会社が顧客との関係で、情報を独占したり秘密にしたりする性質のものではなく、優越的地位にあるというものではない」として、「商品知識」に関する証券会社の優位性が否定される。¹⁰⁾

第二に、顧客の信頼の法的要保護性についても、次のように否定がなされる。「証券会社は、通常、株式投資を推奨する際、相場分析等をなして値上がり期待できると考えられる銘柄を具体的に挙げて投資勧誘をなしている」。しかしながら、「損をしない情報を与えてくれるという信頼を仮に顧客が持ったとしても、それが法的保護に値しないのは当然のこと」である。そして、株式とは異なり、当時、周知性の低かったワラントについても、「およそリスクのない証券投資というものが存在しない以上、ワラントに対し、ある具体的な投資をするかどうか、どの程度の資金規模で投資をするかどうか等について判断するのに必要な情報を収集する責任は、投資家自身にあるというべきであるし、これは、それほど多くのことを顧客に要求するものではない」として、顧客の信頼の法的要保護性に関して、否定が導かれて¹¹⁾

第三に、証券会社の公的責任から信義則上の説明義務を導くことも、否定がなされる。説明義務原則不要論によると、前述の通り、証券会社は、公正な価格形成が達成されるべく、投資者の任意かつ自由な投資判断を妨げてはならない責任を、市場に対して負担している。しかし、それを超えて、「投資家を保護育成すること、さらに、具体的にいえば、その顧客の投資判断が適正であるように配慮し、情報を提供するあるいは商品説明をするといったことまでを当然に求めていると解釈することはできない」として、説明義務の存在が否定される。¹²⁾

9) 川村・前掲注 2) 60 頁。

10) 川村・前掲注 2) 61 頁。また、顧客の経験については、「千差万別」とする。

11) 川村・前掲注 2) 60 頁以下。

12) 川村・前掲注 2) 61 頁。

第四に、ワラントがハイリスク・ハイリターンの特質を有し、内容が複雑な投資商品であることから説明義務を導くことも、否定が加えられる。なぜならば、説明義務原則不要論において、ワラントとは、その「値動きは、株式よりも、上にも下にも大きい¹³⁾が、基本的には、株式に連動して上下するものであって、その投資判断の実質は、株式投資における投資判断と異なるところはない」投資商品であるとの理解がなされているからである。また、ワラントが権利行使期間経過後は無価値となる商品であることを踏まえても、このような把握は維持されるという。すなわち、「証券会社が、権利行使期限までに数年の期間のあるワラントを推奨する時点においては、ワラントの期限のリスクは、そもそも、潜在的なものであり、抽象的なものである¹⁴⁾」ためである。

このように、説明義務原則不要論においては、ワラント取引一般において、証券会社が説明義務を負担することは否定される¹⁵⁾。ただし、「具体的な顧客と証券会社従業員との実際の取引関係においては、顧客の方から尋ねなくてもリスクについて説明をしてもらえると¹⁵⁾いう信頼が、保護に値すると判断される場合(ママ)あり得る」という。しかし、それは、上述の四点のような「一般的抽象的な

13) 川村・前掲注 2) 61 頁。また、同 50 頁以下においては、ワラントへの「投資の実質は、株式投資に近く、これを商品先物取引に近いものとして位置づけることは、経済界における存在意義及びその経済効果を考えれば、全くの誤りである」と把握されている。

14) 川村・前掲注 2) 54 頁。

15) 類似の立場をとる見解として、参照、松井一郎「ワラント取引において証券会社従業員に説明義務違反・断定的判断の提供等がなかったとして損害賠償請求が棄却された事例」金商 1034 号 (1998) 88 頁。松井教授によれば、「一般的にワラントとはどのようなものであるのか、どのような危険性をもつた(ママ)ものであるかというような情報は、……当該証券会社の説明によってしか知ることができない事項ではなく、知ろうと思えば、いくらかでも他からも知ることができ一般的性質のものであるから、単に当該証券会社の役職員が、証券取引法の要求に従わず、ワラントの一般的性質について十分に説明をしなかったとしても(要求したにもかかわらずこれに¹⁵⁾応ぜず、説明を拒んだ場合又は虚偽の説明をした場合は別として)、何千万円に上る投資をしようとする投資家が自らの不用意と怠慢を棚に上げて、それをもつて(ママ)直ちに損害賠償請求の根拠とすることは原則として許されるべきものではない。馴染みのない新商品であるならば、なおのこと当該証券会社の役職員に納得のいくまで説明を迫るのが至当であり(もっとも説明を要求する法的義務があるわけではないが)、漫然とよく分からぬままに欲に駆られてワラントに投資した以上は、どんなに損害が生じても他からとやかくい¹⁵⁾うべき問題ではな¹⁵⁾い、という(同 91 頁以下)。

事情」に実質的な根拠があるのではなく、「顧客の属性及び具体的な取引状況にある」¹⁶⁾との結論が提示される。では、この説明義務原則不要論のよって立つ原理基盤は、二つのうちのいずれであろうか。

II 説明義務原則不要論の原理基盤

上で見た説明義務原則不要論が、説明義務を支える二つの原理基盤のうち、「積極的投資者保護」に基づくものでないことは明らかである。他方で、説明義務原則不要論は、もう一方の原理である「自己決定基盤の歪曲化禁止」の必要性を否定するものではない¹⁷⁾。それゆえ、「自己決定基盤の歪曲化禁止」を原理基盤として採用し、その帰結として、説明義務を原則不要とするものと理解することができる。また、なぜ「自己決定基盤の歪曲化禁止」が説明義務等を論じる上での規範命題として採用されるべきなのかという問いに対する説明義務原則不要論からの回答は、「公正な価格形成」の実現という、証券取引法等の制度趣旨を実現するためである、というものであった。

しかし、本稿は、説明義務原則不要論が採るかかる前提に立ったとしても、一定の説明義務を法定することが必要であると考え。それは、以下の理由からである。

-
- 16) 川村・前掲注 2) 62 頁。ただし、説明義務原則不要論においては、個別具体的事案の特性から信義則上の義務を導くことにさえ、極めて慎重な姿勢が示されている。同 62 頁によれば、「契約関係に立つ当事者間において、行為の時に契約により定められていない義務を、後に信義則により認めることによって、契約社会を不安定なものにする危険性を多分に持っている」ためである、という。また、同 63 頁以下においては、説明義務が「証券会社に具体的な作為を要求するものであるから、証券取引が大量取引であって、各取引に関する対応についても画一性が求められていることに鑑みても、この義務が一般化された時の影響は計り知れない。契約当事者間の法律関係に関し、契約にも定められておらず、また、法律上明文の規定のないところに、信義則等を根拠として、具体的事項についての説明義務等の作為義務を課すことは、現実の経済活動における契約による秩序を不安定にすることを意味する」との指摘もなされている。
- 17) 「適正な需給統合による公正な時価形成」のためにではあるが、断定的判断の提供や虚偽表示を用いることによって、証券会社が投資者の自己決定基盤を作為によって歪曲することを規制することについてはその必要性が肯定されているためである。参照、川村・前掲注 2) 55 頁以下。

Ⅲ 説明義務原則不要論の評価

説明義務原則不要論と同様、投資仲介者に対して一定の規制や要請が設けられる根拠は、適正な需給統合による公正な価格形成の実現にあるとしよう。すなわち、規制の根拠は、投資判断における投資者の自己決定権の実質化それ自体にあるのではなく、投資者の自己決定権の実質化等を手段とし、適正な投資判断を集約することによって、効率的取引市場の実現を図ることにあるとしよう。そのように理解したとしても、説明義務を一般的に否定することは帰結し得ない。

説明義務原則不要論が正当にも指摘するように、投資判断の中核的要素は、「生じ得るリスクと利益の見込み」¹⁸⁾、すなわち、期待収益率と分散の対が、自らのリスク選好や資産規模、ポートフォリオ構成に合致したものであるか、である。しかし、投資市場においては、これら二つのうち、当該投資の有利性が様々な場面で強調されることにより、それと表裏をなすリスクに関する投資者一般の認識が希薄化されるという事態が定型的に生じやすい。¹⁹⁾これが正しい理解であるならば、リスクに関する認識が希薄なまま下された投資判断が投資市場に少なからず集約されることになり、それは、「適正な需給統合による公正な価格形成」を阻害することになるのではなかろうか。それゆえ、リスクに関する認識の希薄化が生じやすい群の一般投資者に対して、投資者の投資判断に先立ち、リスクに関する認識の回復、あるいは周知徹底を投資仲介者に一律に義務付けることは（それが事前に過不足無く記述されており、かつ、過度な履行費用を伴わないように配慮されている限り）、²⁰⁾「適正な需給統合による公正な価格形成」に資するように思われる。

18) 川村・前掲注 2) 61 頁。

19) 行動経済学が明らかにするところである。入門的な文献として、マッティオ・モッテルリーニ（泉典子訳）『経済は感情で動く —— はじめての行動経済学 ——』（紀伊国屋書店・2008）195 頁以下を参照。

20) なお、前述のとおり川村弁護士は、不法行為法上の説明義務を取引一般に是認することは、「契約関係に立つ当事者間において、行為の時に契約により定められていない義務を、後に信義則により認めることによって、契約社会を不安定なものにする危険性を多分に持っている」ことを指摘する。確かに、行為時に、投資仲介者はいかなる義務を負担しているのかが明確でなければ、投資者のモラルハザードや、投資仲介者側の過剰履行とその帰結としての事業規模の縮小や、市場からの撤退といった結果をもたらす。そして、これは、投資者を含む市場参加者の利益を害することになる。それゆえ、法定の義務の内容は、その目的が効率的市場の実現にあるとの前提に立つならば、事前に明確に、過不足無く記述されていなければならない。また、自己決定権アプローチを採用

また、投資の有利性が様々な局面で強調されることにより、リスクに関する認識が希薄化され、自らの本来のリスク選好に合致しない投資判断を行うという危険が高い市場であるということは、投資者の市場参加への障壁となり、これによっても市場の効率性が阻害される。ましてや、説明義務原則不要論が分析対象とするワラント訴訟では、前章における検討を通じて明らかになったように、従来型の対面証券会社の従業員が、投資者のもとを訪問し、個別銘柄の有利性を強調して推奨を行った事案が問題となっている。このように、有利性の強調を投資仲介者自らが行うことでリスクに関する投資者の認識を希薄化させたにもかかわらず、これを是正しないことが許容されるならば、投資者は、自らを投資市場へと誘う役割を果たす投資仲介者の推奨に信頼を寄せることはないという意味で、やはり、市場参加へのディスインセンティブが付与されることになる。そして、かような推奨を行う投資仲介者一般の利益を考慮しても、投資者一般がミスマッチの危険ゆえに市場参加を躊躇するならば、投資仲介を行うために信頼創出の手当てを行わざるを得ないという困難に直面する。一定の事項の説明を投資仲介者に一律に要求することは、効率的投資市場の実現に資するのみならず、また、投資者の利益となるだけでなく、投資仲介者側の利益の擁護にも資するはずである。²¹⁾²²⁾

ㄨ するとしても、投資仲介者側の過剰履行とそれによって高まった履行費用の転嫁、あるいは、事業規模の縮小や市場からの撤退に伴うサービスの種類の減少は容認できるものではないはずである。

21) この点につき、「市場が効率的であるためには、取引コストが十分に低いことが必要である」が、「証券会社の従業員が不当な勧誘によって投資家を取引に引き入れる場合には、その者に不適合な投資が行われることがあり、やはり、証券市場に対する投資家の信頼が失われる。このような不公正な取引が行われていること自体が、投資家を証券取引から遠ざける取引コストであると言えよう」との黒沼教授の指摘が示唆に富む。参照、黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』（有斐閣・2002）11頁。

22) この点につき、川濱教授は次のように指摘する。すなわち、一般投資家と証券会社の情報の非対称及び技量・経験の非対称は「市場の円滑な機能を阻害する。それにもかかわらず市場が円滑に機能できるのは証券会社に対して『顧客の利益を害するようにつけ込むことはない』という信頼が成立するからである。かような信頼を法的に担保するべく、信頼を裏切った者への自主規制をはじめとする諸規制が存在する。証券会社はまさにかように成立した信頼を背景にはじめて営業活動が可能となっている。かかる信頼から利益を得ている以上、信頼を裏切った場合に一定の状況下で民事賠償をはじめとするサンクションを受け入れる必要があるし、事後的にサンクションを受けることが信頼を高めている」と。参照、川濱昇「ワラント勧誘における証券会社の説明義務」民商113巻4=5号（1996）642頁以下。

以上、要するに、仮に投資仲介者に対する一定の規制の存在理由を、説明義務原則不要論と同様に「適正な需給統合による公正な価格形成」すなわち市場の効率性に見出したとしても、一定の、私法効を伴う説明義務を一般に不要とする結論には至らない。^{23,24)}次に、本稿と同様、説明義務の存在を肯定する立場に視点を転じよう。

- 23) なお、説明義務原則不要論は、証券取引法の制度趣旨を「適正な需給統合による公正な価格形成」に見出すものであり、説明義務の根拠となる民法（や後に成立することになる金販法）の制度趣旨のものにかような理解を示すものではない。そのため、証券取引法と民法（とその特別法）の関係につき、どのような理解が前提となっているのか、定かではない。業法と私法の間を巡っては、両者の協同を模索する見解が、近時、民事法学において展開されている。参照、大村敦志「取引と公序 —— 法令違反行為効力論の再検討（上）（下）」ジュリ 1023 号（1993）82 頁、同 1025 号（1993）66 頁、山本敏三「取引関係における公法的規制と私法の役割 —— 取締法規論の再検討（1）・（2）（完）」ジュリ 1087 号（1996）123 頁、同 1088 号（1996）98 頁。現在の金商法の制度趣旨と、民法上の不法行為法や金販法との関係については、稿を改めて検討したい。ただ、金商法上の規定やその趣旨を参考に、民法や金販法の解釈を行う際には、金商法上の当該規定が、いかなる意味で民法あるいは金販法上の保護法益でもありうるのかにつき慎重かつ詳細な分析が加えられなければならないものと思われる。この点を論じるものとして、参照、山本顯治「競争秩序と契約法 —— 『厚生 対 権利』の一局面 ——」神戸法学雑誌 56 卷 3 号（2006）254 頁以下。さもなくば、例えば、免許不携帯での運転という取締法規違反の状況で事故を起こしたという一事のみをもって、不法行為法上の過失を認定する（という意味で私法秩序を公法秩序下に服させる）ことになりかねない可能性が生じるからである。免許不携帯による交通事故の例につき、参照、白石忠志「独占禁止法〔第 2 版〕」（有斐閣・2009）652 頁。
- 24) 説明義務原則不要論の背景には、「① ワラントへの投資は株式投資と大差がない。② 株式投資に市場リスクが伴うことは、およそ一般投資者においても常識である。③ したがって、（株式投資と大差の無い）ワラント投資への勧誘に際して（株式の内包する市場リスクという周知の事実と大差の無い）リスクに関する格別の説明は不要である」という理解があるように思われる。しかし、第四章で見たとおり、ワラントへの投資を株式への投資の連続線上で把握することは誤りである。ワラントの価格形成要素のうち、重要な要素は、ボラティリティーであり、株価上昇の見込みにあるのではない。また、ワラントは、残存期間が減少すればするほど、その他の価格形成要素が全て不変であったとしても、その価値が低下する。また、株式への投資であれば、その発行体がデフォルトに陥らない限りは現実化しない、投資額全額の損失を被るリスクを多分に含んだ、従来にはない新たな投資商品であったという点も重要である。かような全損リスクが高い商品であることすら認識せず、株式と同程度（あるいはその数倍）の規模の市場リスクを内包する商品であることを前提とした投資判断は、重大なミスマッチとして把握するほかは無いように思われる。このような説明義務原則不要論の誤解を指摘するものとして、参照、川濱・前掲注 22) 637 頁。

第三節 限定説

I 限定説の骨子

前章において検討した裁判例における説明義務①と同様の説明義務の範囲を採用するのが、清水俊彦弁護士の見解である²⁵⁾（以下、「限定説」とする）。清水弁護士によると、ワラント取引（の勧誘）に際して要求される説明義務の範囲に含まれる事項は二点、すなわち、第一に、ワラント価格は株価に連動しかつ株価の数倍の値動きをすること（以下、「1」とする）、第二に、ワラントは権利行使期間経過後は無価値となること²⁶⁾（以下、「2」とする）、である。ではなぜ、かかる帰結が導かれるのだろうか²⁷⁾。

清水弁護士は、いかなる投資商品であれ、説明義務の範囲を考察するにあたっては、「(ア) 実際に存在するリスクだけを対象とすべきこと、(イ) 投資決定そのものに影響を与えると考えにくい、とるに足りない事柄を対象にすべきではないこと、(ウ) 訴訟の時点において、損失発生の原因となっていないことが一般的に明らかであるリスクを対象とすべきではないこと」²⁸⁾を前提とする。その上で清水弁護士は、裁判上主張されているワラントのリスクとして、(a) ワラントがオプション取引であることから派生するリスク、(b) 為替リスク(c) 相対取引から生じるリスクがあるとされ、(b) と (c) に関しては、上述の三つの考慮要素から、説明義務の対象から除外されるという。すなわち、(b) に関し

25) 清水俊彦『投資勧誘と不法行為』（判例タイムズ社・1999）187頁（以下、『投資勧誘』として引用）。

26) この「限定説」と後述する「非限定説」という区別は、第五章で触れたように、清水弁護士によるものである。参照、清水俊彦「改正金販法と取引の仕組みの説明義務(2)」金法1777号（2006）36頁以下。

27) 清水・前掲注25)『投資勧誘』205頁以下。

28) 同様の見解を採るものとして、参照、小林俊明「適合性原則・説明義務違反のワラント勧誘者責任」ジュリ1176号（2000）111頁。ただし、「少なくとも」との留保が付されているほか、勧誘時点で株価が権利行使価格を大きく下回っているような場合には、その旨の説明も必要である、とする。

29) 清水・前掲注25)『投資勧誘』204頁。なお、(ア)の命題に関しては、「当然」であるとし、(イ)の命題に関しては、これを満たさなければ「不説明と取引成立の間に因果関係が存在」しないことになるため必要となるとし、また(ウ)の命題についても、これを満たさなければ、「不説明と損失発生の上に因果関係が存在しない」ことになるため必要になるとする。

ては、そもそも外貨建てワラントには為替リスク自体が存在しないとして、説明は不要であり、(c)についても、不説明とワラント取引の因果関係ないしはワラント取引によって生じた損失との間に因果関係がないことによって否定される³⁰⁾という。では、なぜ、(a)から派生するリスクのうち、上述の二点のみが説明義務の対象となるのであろうか。第四章において検討したように、この二点は、ワラントのリスクの概略を指摘するものであるが、場合によってはワラントのリスクにつきミスリードとなりかねない。例えば、ワラントは、権利行使期間内においても、株価が権利行使価格を上回る見込みが潰えたときには、無価値となる(ゆえに、「2」の言明は、正確とは言えない場合がある)。また、そのような蓋然性が高い局面で株価が多少値上がりが続けたとしても、それに伴いワラントが株価の数倍の値動きを示すものではないし、また、残存期間を除くワラント価格の構成要素がすべて不変であっても、時間の経過と共に、ワラントの価値は低下し続ける(ゆえに、「1」の言明もまた必ずしも正確とは言えない場合がある³¹⁾)。では、なぜ、かような限定が付されるのであろうか。

30) 清水弁護士によると、(b)の為替リスクに関しては、「日本の企業の外貨建てワラントは、実際には固定為替レートの採用により権利行使株数が固定されており、円の実勢株価と円の権利行使価格の差をベースに価格が決まるから、……日本の投資家にとっては、為替変動の影響はないはずである」とし、上述の(ア)の要件を満たさないため、説明義務の対象から除外されるという。参照、清水・前掲注 25)『投資勧誘』213頁以下。

31) (c)の相対取引であることに伴う問題として指摘されているのは「①企業情報が十分に開示されていないこと、②価格形成が不公正であること、③価格情報が不足していること、④売却が難しいこと」とし、①については、「生じた損失が個別企業の状態に起因するもの」ではない場合に「問題とするのは失当」であること、②については、「価格形成が不公正であった部分の損害賠償を請求するのであれば、相対取引の不告知だけでは主張立証が足りない」こと、③については、「証券会社に問い合わせさえすれば知ることができた」こと、④については、「価格のレベル如何に吸収される問題である」ことを理由に、上述の(イ)及び(ウ)の要件を満たさず、説明義務の対象から除外されるという。参照、清水・前掲注 25)『投資勧誘』216頁。

32) もっとも、この点に関しては、清水弁護士自身、「十分な権利行使期間が残存している通常のケースでは」、権利行使期間経過後は無価値となること、の説明により、概ねカバーされているから、「大まかに投資の適否を判断するうえで問題はない」が、「勧誘時に既に残存期間が短くなっている特殊なケース……では、右②(筆者注：本稿における「2」に該当する)の系として、誤解のないように説明しておくべきであろう」との理解が示されている。参照、清水・前掲注 25)『投資勧誘』208頁。

II 限定説の原理基盤

清水弁護士のかような説明義務の範囲を限定する帰結は、次のようなその説明義務観から導かれる。すなわち、「勧誘のあり方は、つまるところ投資の合理性を確保するものであるかどうかによってその適否が判断されるべきであるから、説明義務の範囲としては、要するに、投資家が投資の適否についての確な判断ができるだけの情報であること、または、投資家自らがかかる情報を入手する必要性を知ることができるものであることが要求され、かつ、それで足りる³³⁾」という理解である。そして、上述の二点の説明を受ければ、「投資者が実感として大まかに投資判断の適否を判断できる以上、より目細やかな投資行動をするために商品の仕組みを詳しく理解したいのであれば、自ら研究するか、積極的に説明を求めるか³⁴⁾すべき」であり、「その労を惜しむのであれば、投資を断念するか、あえて取引するなら理解が不十分な危険性の現実化を甘受すべきである」との価値判断が示されている³⁵⁾。かかる価値判断からは、積極的、あるいは後見的投資者保護の要請を原理基盤とした説明義務論の色彩は見えてこない。「目細やかな投資行動」へと投資者を誘う要請を説明義務の中に見出していないからである。限定説における説明義務の任務は、投資者にワラントが内包するリスクの概略を伝達することによって、さらなる情報を投資者自らが入手する契機を作出することのみに見出されており、これは、説明義務の原理基盤として、「自己決定基盤の歪曲化禁止³⁶⁾」が採用されているに他ならない。

33) 清水・前掲注 25)『投資勧誘』209 頁。

34) 清水・前掲注 25)『投資勧誘』210 頁。

35) なお、勧誘をした業者が、顧客からより詳しい説明を求められたのに適切に応じず、その結果目細やかな投資判断をする上で誤解を与えた場合には別である、とする。参照、清水・前掲注 25)『投資勧誘』210 頁。具体的には、「株価水準が変わらなくても、ボラティリティーの減少によって価格が低下する」こと（同 208 頁）や、ワラントの価値が「ポイント」で表示されること（同 215 頁）などが挙げられている。

36) この点につき、限定説が述べる「投資の適否についての確な判断」の意味が問題となろう。限定説では、説明義務違反を不法行為と捉えた際の「違法行為」とは、「顧客の予期しないかつ当該顧客にとって過大な負担をさせること」との理解が示されており、投資リスクを認識した上で判断された投資は、（狭義の適合性原則の問題をクリアする限り）「投資の適否についての確な判断」であったと評価されるものと思われる。参照、清水・前掲注 25)『投資勧誘』17 頁。

以上のような限定説の説明義務観の根底には、投資仲介者が提供する説明等に関する次のような理解がある。すなわち、「投資を勧誘する際の助言・指導等は本来付随サービスのものであって、業者はそれ自体について対価を得ているわけでもない³⁷⁾」という理解である。それ自体に対価を伴わない付随サービスの中に、「合理的な投資行動を遂行することができる」ように配慮すべき義務を採用することはできない³⁸⁾という考量が、説明義務の原理基盤を、「自己決定基盤の歪曲化禁止」にとどめ置き、「積極的投資者保護」への転化をとどめる根本的な要因となっている。

第四節 ポートフォリオ理論に基づく説明義務論

I ポートフォリオ理論に基づく説明義務論の骨子

説明義務の内容として、当該投資が、当該顧客のポートフォリオ構成にいかなる変容を与えるかを当該顧客が認識可能な程度の説明が求められるとする見解がある。川濱教授の見解である。川濱教授によれば、「一般投資家といえどその資産は様々な形で分散投資されうる」以上、投資の危険性の問題は、「投資家の資産中での当該危険資産の規模から独立ではな」く、また投資者が投資判断において直面するのは、「これまで他の資産に投資していたものをどの程度新たな危険な資産に移すか」という問題である、という⁴⁰⁾。

この含意を、前章において検討したワラント訴訟の事案から確認しよう。例えば、【8】では、100万円の郵便貯金と、1000万円の預貯金を保有する老夫婦が、1000万円規模で複数の銘柄の株式投資を行っていたところ、株式の評価額が600万円まで低下したため、安全資産に移行させようとしたにも関わらず、投資仲介者がワラント取引を推奨し、その結果、保有株式すべてが売却され、約532万円でワラントが購入されている。その資産の大半を投下しての複数銘柄の株式投資から、単一のワラントへの集中投資へと資産構成が変更されたのみならず、安全資産を選好するようになっていたところで、元のポートフォリオよりも

37) 清水・前掲注 25) 『投資勧誘』89頁。

38) 清水・前掲注 25) 『投資勧誘』88頁以下。

39) 川濱・前掲注 22) 633頁。

40) 川濱・前掲注 22) 646頁。

はるかにリスクの高いポートフォリオに変更された事案であると言える。⁴¹⁾また、【37】では、1000 万円程度の運用資産を有する投資者が、既に 5000 株保有していた製鉄株をさらに 6000 株買い進めたところで、同銘柄の株式を原資産とするワラントの購入が推奨され、これによって、他の保有株式が売却され、602 万円でワラントが購入された事案である。複数の銘柄の株式に分散投資されていた状態から、1 銘柄の現物株式とそれを原資産とするワラントに集中投資された状態へと変化し、極めてリスクの偏ったポートフォリオへと変更された事案といえる。

この点をとらえ、川濱教授は次のように指摘する。「安全な投資を心がけている者や株式投資や株式投信などへの投資からワラントへの投資に切り替えるよう推奨された者はその結果自己の資産ポートフォリオを著しく危険選好的なものへと変更することになる。そのような変更を行わせる以上、投資家がおかれている危険を正しく把握させるように説明する義務は一層重くなり、単なるなおざりな情報伝達では不十分な場合も⁴²⁾」ある、と。そして、かかる観点からは、限定説における説明義務の範囲は不十分であり、「株式であればデフォルトリスクと考えられるものが遥かに大きなものであることや権利行使期間の経過によってゼロになるだけではなく、一般に残存期間が近づくとつれプレミアムが減少するということなどが理解できるようなものでないと適切な投資判断が可能とは言えない」とし、外貨建てワラントの価格形成メカニズムや相対取引であることなどをも説明義務の範囲に加える判例が「妥当」とする。⁴³⁾このように、川濱教授の見解は、限定説上の説明義務の範囲よりも広く、また、当該投資が従前の当該顧客のポートフォリオ構成からの乖離を導けば導くほど、そして、当該顧客の従前のリスク選好に適したものでなければならぬほど、説明義務の範囲及び程度は加重されるこ

41) 本事案では、当初のワラント取引では約 88 万円の利益を得ることになる。しかし、これによって株式取引での損失を取り戻そうという気になった投資者に続くワラント取引が推奨され、結局、約 584 万円が失われることとなる。

42) 川濱・前掲注 22) 654 頁。

43) 川濱・前掲注 22) 652 頁。もっとも、川濱教授は、同頁において、限定説における説明義務の範囲を採用した「判例の中でも全体としての判断は適切に行われているものもあり」、「形式的に範囲の問題を強調するのは失当」であって、「あくまでもワラントを投資する際に投資家が覚悟すべきリスクをある程度理解できることが肝心である」とする。

とになろう。^{44,45)} 換言するならば、広義の適合性原則を踏まえた説明義務論を唱えるのが、川濱教授の見解であると言える。

II ポートフォリオ理論に基づく説明義務論の原理基盤

以上のような川濱教授の説明義務論は、「自己決定基盤の歪曲化禁止」を原理基盤とするものだろうか、それとも、「積極的投資者保護」を原理基盤とするものであろうか。川濱教授によれば、「投資勧誘規制の必要性は一般投資家と証券会社の情報の非対称及び技量・経験の非対称を基礎に根拠づけられる」という。すなわち、通常、そのような非対称の存在は、「市場の円滑な機能を阻害する」が、「それにもかかわらず市場が円滑に機能できるのは証券会社に対して『顧客の利益を害するようにつけ込むことはない』⁴⁶⁾という信頼が成立するから⁴⁷⁾」である。かような信頼から利益を得る以上、「信頼を裏切った場合には……サンクションを受け入れる必要があるし、事後的にサンクションを受けることが信頼を高めて⁴⁸⁾」いる。そのため、私法効を伴う説明義務が必要となるとの理解が川濱教授の

44) 説明義務の範囲の文脈ではなく程度⁴⁴⁾の文脈ではあるが、川濱教授は、「顧客の側の事情について……現に知っていた情報に基づいてそれに相応しい説明が要求されるだけで足りるのが問題となる。ワラントのような危険な投資物件の勧誘を行う以上相手方がそれに相応しいか否かについての最低限の情報収集義務は前提とされていると考えて良からう」として、投資仲介者側の積極的顧客情報収集義務を肯定する。参照、川濱・前掲注 22) 656 頁以下。

45) ポートフォリオ構成に大した変動を与えず、また、資産規模やリスク選好等に合致している場合には、逆に説明義務の範囲及び程度は低下することになろう。川濱教授は以下のように述べている。「例えば非常に多くの資産を持っている人が、一部分に関してワラント投資をするというときには、ワラントの商品特性に関して説明さえすれば、あとは漠然とした危険性がわかっていたら、それほど問題はない」。しかし、「今までは基本的に現物株式のみ」に投資をしてきた者に対して「ワラントの一点買いにさせた」場合には、「それはもう正常なポートフォリオから常識的ではないポートフォリオに変えたような状況でしょう。それに関して、そのようなポートフォリオに変更があったということも言わずに、投資方針の変更を勧めるのはおかしいと思います」と。参照、証券取引法研究会「証券取引法に関する最近の判例の動向 (7) 投資勧誘における説明義務違反 (4) —— ワラント取引に関するもの (2) ——」インベストメント 1997 年 6 月号 82 頁以下〔川濱発言〕。

46) 川濱・前掲注 22) 642 頁。

47) 川濱・前掲注 22) 642 頁。

48) 川濱・前掲注 22) 642 頁以下。

説明義務論の基礎にある。また、川濱教授は、投資者が直面するのは、「単に情報が非対称なだけでなく、極度に不確実な状況で」あり、かような状況下では、「専門家として信頼を有する者の介入に著しく影響を受ける」ところ⁴⁹⁾、「勧誘過程全体で有利性を強調している」場合には、「リスク評価に歪曲が生じ」、そして、その歪曲は、「かなりの能力のあるものでさえ是正できない」ことを指摘する。従って、特に、適合性から離れた商品の推奨を行う場合には、「適合性から離れた推奨に起因するリスク把握の歪曲の是正としての説明努力の増大」が求められる、という⁵¹⁾。

以上要するに、川濱教授の説明義務論の基礎には、市場において専門家としての信頼を有する投資仲介者が、「勧誘」あるいは「推奨」という形で、投資者のリスク認識を歪曲した以上、その歪曲を是正すべきであり、それが投資者保護に資すると共に、投資仲介者が利益を得る前提たる自らへの信頼維持にも資するという理解がある。これは、説明義務の原理基盤は、「自己決定基盤の歪曲化禁止」、すなわち、投資リスク認識に関する歪曲を行った者は、自らがなした歪曲の程度に応じて、当該歪曲を是正すべしという思想が採用されているに他ならない。当該要請を超えて、投資市場に「積極的投資者保護」の要請に基づく説明義務を広く妥当させるべしとの思想は、採用されていない。かかる理解は、川濱教授の次のような主張からも確認できよう。すなわち、川濱教授は、「従来の説明義務の問題は証券会社の投資勧誘という顧客の意思決定に干渉する積極的な行為を適切ならしめるための義務」であったことを指摘した上で、次のように言う。「話を切り出したのが顧客の側であっても投資勧誘と評価できる行為が行われないことは稀であろうが、シュール・バイスピールとしてはディスカウントブローカーの様な事例が考えられないではない。……そのような場合は取引開始基準の確認と最低限の説明義務さえ尽くせば足りるのではなかろうか」と。このように、川濱教授は、投資者のリスクに関する認識の歪曲の是正を、限定説以上に命じるものの、それはあくまでも、投資仲介者側において積極的に歪曲を行ったことを理

49) 川濱・前掲注 22) 643 頁。

50) 川濱・前掲注 22) 653 頁。

51) 川濱・前掲注 22) 654 頁。

52) 川濱・前掲注 22) 657 頁。

由とするものである。かかる行為が不在であるときにまで、その射程を及ぼすべきとの思想に立脚した説明義務論が採用されているわけではない。

さて、限定説、そして、ポートフォリオ理論に基づく説明義務論は、その精度に差はあるものの、リスクに関する投資者の自己決定基盤の歪曲化禁止に依拠するものであった。次に、自己決定基盤の歪曲化禁止からは導き得ない説明義務の範囲を採用するもの、すなわち、「積極的投資者保護」に依拠すると思われる説明義務論に視点を転じたい。

第五節 非限定説

まず、説明義務の範囲を、「投資の適否判断」に限定すべき理由はないとする見解がある。村本武志教授の見解である。村本教授によると、限定説における説明義務の範囲は狭きに過ぎ、「仮に説明義務の範囲を『投資の適否』判断に必要な範囲に限るとしても、ワラントは行使期間を過ぎなくとも残存期間やパリティの値によっては無価値となるのであり、そのため価格の計算方法の説明による投資者の理解は不可欠⁵⁴⁾」という。また、相対取引であることについても「購入価格の適正が市場原理によって決定されず、また市場での売却が自由にできないものであることの認識は、投資判断にあたり重要⁵⁵⁾」であるとして、説明義務の範囲に含まれるとする。さらに、「証券取引の専門家たる証券会社の営業に対する一般の信頼責任」だけでなく、「証券秩序を維持する担い手としての社会的責任⁵⁶⁾」をも複合的にとらえるならば、説明義務の内容を「『投資の適否』判断にかかわる事項に限定する理由はない⁵⁷⁾」、という。これがいかなる事項を具体的に指すのか

53) 村本武志「ワラント裁判例の現状と問題点 —— 違法性判断と損害論を中心として」ジュリ 1076号 (1995) 138頁。

54) 村本・前掲注 53) 139頁。

55) 村本・前掲注 53) 139頁。

56) この「社会的責任」が具体的に何を意味するのか、必ずしも定かではない。村本教授が引用する裁判例(東京地判平成6年2月4日判タ 841号 271頁)によると、証券会社は、「単に証券取引の営業により利益を追及するのみではなく、公正な証券取引の担い手として、株式その他の有価証券の流通が適正かつ円滑に行われるよう努める公的義務を負っているものであり(証券取引法の諸規定参照)、証券会社の営業担当者は、証券会社のこの公的立場をいささかも損なうことのないよう努める義務を負っている」との判示がなされている。

57) 村本・前掲注 53) 139頁。

定かではないが、「ワラントの意義、権利行使価格・権利行使期間（権利行使による取得株数）、外貨建て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、外貨建てワラントは上場株式とは異なり証券会社との相対取引によること」や、「ポイントの意味や価格計算方法」などを説明義務の範囲とした裁判例が「説明義務の範囲を比較的広義にとらえる見解」として紹介されているため⁵⁸⁾、少なくともこれらは説明義務の範囲に含まれることになるものと思われる。

このような説明義務の範囲は、リスクに関する投資者の自己決定基盤歪曲化禁止からは当然に導き得ない。これら全てが、私法効を伴う説明義務の範囲として、投資仲介者側の配慮義務の領域に帰属するということは、説明義務の目的は、リスクに関する投資者の認識の回復、あるいは周知徹底にとどまらず、緻密な投資判断を可能とすることにあるという理解を前提としなければならない。この点につき村本教授は、裁判例を引用しつつ「自己責任の原則は証券会社が一般投資家に対し、自己責任を終える（ママ）だけの判断材料を提供し、投資条件を整備して初めて妥当する」ものとして、「投資家の自己責任は、証券会社の説明義務の範囲の制限を正当化するものではなく、それが尽くされた後に問題になる」という⁵⁹⁾。この「投資条件の整備」こそが、積極的投資者保護の要請に基づく説明義務の履行であり、そして、その履行後に、初めて当該投資リスクは投資者自己責任の領域に移転する、という理解が村本教授の見解には内在している。このような「積極的投資者保護」を原理基盤とする説明義務を導入した責任配分を正当化する根拠は、上述の、① 専門家たる証券会社の営業に対する一般の信頼責任と、② 証券秩序を維持する担い手としての社会的責任、ということになる。

最後に、以上の村本教授の見解にも増して広範な説明義務の範囲を採用する見解を確認しよう。三木俊博弁護士らの見解である。三木弁護士らによれば、「外貨建てワラントの、一般投資者が通常取引の対象としている証券とはかけ離れた危険性と取引の仕組みの難解さ、新規の商品であったための周知性の欠如、投資者

58) 村本・前掲注 53) 139 頁。

59) 村本・前掲注 53) 139 頁。

60) 三木俊博＝櫛田寛一＝田端聡「証券投資勧誘と民事的違法性 —— 外貨建てワラント取引を巡って ——」判タ 875 号（1995）28 頁。

に（筆者注：転換社債等であるとの）誤解を与えやすい前提状況からすれば、証券会社は顧客に対し、取引の危険性や仕組みにつき十分具体的な説明を行って理解と納得を得るべき義務を負担している」という⁶¹⁾。そして、顧客がワラントのリスクについて十分に理解した上で投資の適否を判断し、自己責任による取引を行うために説明を要する事項は、「投資者の属性との関係において微妙に重点が異なる余地はある」が、「少なくとも」、次の点を理解できるように説明することが「不可欠」であるという⁶²⁾。

① 外貨建ワラントの危険性

- a：権利行使期限の到来により無価値となること
- b：権利行使価格と株価との関係及び残存権利行使期間の長短を基礎に価格が激しく複雑に変動すること
- c：株価が権利行使価格を下回れば理論価格は0となり、この場合には将来の株価上昇についての期待値であるプレミアムのみによって価格が形成されること
- d：期限到来前でも無価値同然となることがありうること
- e：転売時の価格については、外国為替の影響を受けること

② その他証券そのものの内容に関する事項

- a：新株引受権であることの具体的意味
- b：現に勧誘する当該ワラントの権利行使価格、権利行使期限、勧誘時の株価との関係
- c：権利行使による取得株数、権利行使に別途要する払込代金の額
- d：ポイント表示との関係における時価算定方法

③ 取引の態様に関する事項

- a：店頭取引、相対取引であること
- b：（上場商品ではなく）証券会社自身が顧客に直接販売する形態で取引されること

61) 三木＝櫛田＝田端・前掲注 60) 34 頁。

62) 三木＝櫛田＝田端・前掲注 60) 34 頁以下。

- c : (上場商品とは異なり) 仕入値と売値の差額が証券会社の利益となること
- d : 取引所の市場で価格が形成されているのではなく、業者間の気配値が発表されているに留まること
- e : 当該投資家が購読している新聞に価格が掲載されているか否か
- f : 掲載されていない場合には時価を知りたいときの情報取得方法
- g : 売買の方法と手続内容 (特に事実上、購入した証券会社に売却する他に換価方法がないこと)、必ずしも公表されている気配値で売却できるわけではないこと

このように、三木弁護士らが主張する説明義務の範囲は、上の事項すべてがそれぞれ私法効を伴うものである限り、⁶³⁾ 積極的投資者保護を志向する村本教授の採用する説明義務の範囲にも増して広範なものとなっている。そしてその主眼は、ワラント一般の投資リスクを把握させるのではなく、現に投資者が目の前にしている銘柄のワラントの特性を詳細に把握した上で緻密な投資判断を可能とする前提を付与することにある。⁶⁴⁾

63) この点につき、三木弁護士らの立場はなお明らかではない。というのも、前述のとおり、「少なくとも以下の点を理解できるように説明することが不可欠」としながら、「もちろん説明義務違反も総合判断であるから、右のうち一点でも説明を欠けば一義的に説明義務違反になると決めつけることはできない」との記述も見受けられるからである。参照、三木＝櫛田＝田端・前掲注 60) 37 頁。

64) 同様の方向性を志向するものとして、参照、松田繁三「各論①金融取引 [判例分析] (7) — 証券取引 (ワラント取引) —」判タ 1178 号 (2005) 62 頁。もっとも、この松田弁護士の見解は、問題となった事案 (広島高判平成 9 年 6 月 12 日判タ 971 号 170 頁) における推奨ワラントがマイナスパリティであったという事案の特殊性を重視しての説明義務の範囲の設定であり、ワラント一般につき妥当する説明義務の範囲ではない可能性がある。ただし、松田弁護士が検討する事案は、松田弁護士が例示するような、「市場で 1 株 2000 円で買える株が、ワラントにより権利行使すると 1 株あたり 4000 円するという状況で、権利行使期間は残 2 年半」というような事案ではない。原審である山口地判平成 8 年 3 月 26 日判タ 971 号 174 頁によると、本事案の推奨ワラントは、4 年程度の残権利行使期間があり、権利行使価格 4254 円、購入時の原資産株価 (高値で) 4100 円という事案である。従って、少なくとも松田弁護士が例示するような事案との対比においては、ことさらにマイナスパリティであることを問題視せねばならないような事案の特殊性は薄いのではなからうか。ワラントにおける権利行使価格は、ワラント債の発行の募集開始直前の原資産株価を基準価格とし、その 2.5% 程度上という水準に決められる。参照、後藤猛『転換社債・ワラント債の基礎知識』(東洋経済新報社・1996) 171 頁。仮に松田弁護士が示す例レベルでの極端なマイナスパリティと等しく、

では、三木弁護士らがかように広範な説明義務の範囲が採用されるべきだと主張する根拠はどこにあるのだろうか。第一に、三木弁護士らにおいては、「格差」が存在する中で勧誘という「自己決定基盤への介入」が説明義務を導く根拠とされている。すなわち、証券会社は、財産的規模が大きく、証券業務に関し専門的知識・経験を蓄積しており、さらには豊富な情報を有する事業者であるのに対して、一般投資者は投資資金規模が零細で、証券取引の知識・経験・情報の蓄積・入手能力も所詮は微々たるものに過ぎない。従って、「資力と専門能力において圧倒的優位にある証券会社が、一般投資者を証券取引に勧誘し、その委託を受けて業務を遂行するのであるから、一般投資者に対し誠実かつ公正に行動し、適正な表示を実施して財産上の危害を防止しなければならないのは当然のこと」という⁶⁵⁾。このような非対称を前提とし、証券会社の投資者に対する配慮義務と投資者の自己責任原則との関係についても、次のように指摘がなされている。すなわち、証券取引における自己責任原則とは、証券に価格変動がつきものであることを投資者自身がよく理解した上で、「自主的判断に基づいて証券取引を行うべきである」し、そのようにして取引を行ったのであれば、「損失を蒙ったとしてもそれは投資者自身の負担に属する」との考え方であり、証券会社には、投資勧誘にあたっては、顧客に対し、証券投資は投資者自身の判断と責任において行うべきことを理解させる義務が課せられている⁶⁶⁾。にもかかわらず、証券会社が投資者の知識・経験が不十分なのに乗じて、証券取引の内容や危険性に対する十分な理解を得ることがないまま、明示・黙示の欺瞞的説明や強引な勧誘によって売買を誘導するならば、それは、一般投資者が証券の内容や危険性をよく理解して自主的判断に基づいて証券取引を行っているのではなく、「かえって証券会社が一般投資者に自己責任原則を理解させるどころか、積極的にこれを歪めているのであるから、自己責任が働く余地はない」とする⁶⁷⁾。

ㄨ 本事案のレベルでのマイナスパリティをも問題視するのであれば、新発のワラントは原則として全て、松田弁護士の言う、「著しいリスク」があり、「一般投資家に勧誘することは、特段の事情がない限り不適切であり、適合性原則に反する」ことになりかねないものと思われる。

65) 三木＝櫛田＝田端・前掲注 60) 29 頁。

66) 公正慣習規則第 9 号「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第 3 条「通則」、同第 4 条「自己責任原則の徹底」を指している。

67) 三木＝櫛田＝田端・前掲注 60) 30 頁以下。

以上、要するに、三木弁護士が展開する非限定説の根幹には、投資者と投資仲介者間に、資力、知識、経験、情報力等に非対称が存在するなかで、勧誘という形で劣後者たる投資者の投資判断に介入する以上、当該投資者に対し、個別具体的な銘柄を目の前にして緻密な投資判断を可能とする程度の理解を付与してはじめて投資リスクは、投資者自己責任の領域に移転するという価値判断が示されているといえる⁶⁸⁾。

第六節 小括

以上が、前章において検討したワラント訴訟を受け、我が国において不法行為法上の説明義務を念頭に展開された学説上の議論状況の概略である。投資市場における説明義務の範囲論の根底には、「自己決定基盤の歪曲化禁止」を要請するのが説明義務であるのか、それとも、それだけにとどまらず、「積極的投資者保護」をも要請するのが説明義務であるのかという、説明義務の原理基盤に対する理解の相違が存在することを、第二章、第三章において述べた。説明義務の原理基盤として、前者を採用した場合、説明義務の範囲は、論理的に投資リスクそれ自体に限ること限定される。他方、後者を採用した場合には、説明義務の範囲が投資リスクそれ自体に限ること限定されることは論理的に帰結されず、さらに、積極的投資者保護に必要な事項にまで説明義務の範囲は拡張することになる。また、契約当事者間に非対称が存在する市場の一般法たる消費者契約法では、前者が採用されており、従って、非対称当事者参加市場における原理としては前者が原則であり、後者がある市場に妥当させるためには、それを正当化するだけの事情が、当該市場の特性に見いだされなければならない。本章において検討したワラント取引に併う説明義務をめぐる議論における説明義務の範囲の相違の根底にも、説明義務の依拠する原理基盤に関する理解の相違が存在する。そして、「積極的投

68) かような理解は、三木弁護士らのワラント取引の適合性に関する記述からも裏付けられる。すなわち、三木弁護士らによると、ワラントの「複雑な取引の仕組みや危険性、問題的を（ママ）十分に理解した上で、的確に情報を入力して複雑な値動きの分析・予測を自らなすだけの知識と経験、能力」等がなければワラント取引への適合性を有さないという。参照、三木＝櫛田＝田端・前掲注 60) 33 頁。かかる知識等を必ずしも十分に有さない投資者を勧誘する際、その補完の要請が説明義務の中に組み込まれることになろう。

資者保護」を志向する論者がいかなる根拠に基づき、その正当化を図っているのかが浮き彫りとなった。従来必ずしも明確に採用されてこなかった、かかる分析枠組みは、説明義務論を考察する上で有用であるものと思われる。

さて、ワラント訴訟を巡って展開された説明義務論においては、本稿の立場とは異なり、積極的投資者保護を原理基盤とし、広範な事項についての説明を投資仲介者に要求すべきことを説く見解も存在する。しかし、この時代に展開されてきた議論を単純にそのまま今日の金販法上の説明義務の内容決定に応用することはできないはずである。その理由は、以下の通りである。

本章において検討したワラント取引に際して求められる説明義務の範囲に関する議論は、全て、規制の時代に生じた事案を念頭において展開されたものである。前章の検討を通じて明らかになったことは、かかる時代にあっては、従来型の典型的対面証券会社の外務員が、対面あるいは電話でワラント取引を勧誘し、個別銘柄の推奨を行った事案が問題となったという共通項を有するということである。このようなこの時期の紛争に共通する要素は、非限定説の論拠に多大な影響を与えている。例えば、三木弁護士らは、投資仲介者が欺瞞的説明や強引な勧誘によって、「一般投資者に自己責任原則を理解させるどころか、積極的にこれを歪めて⁶⁹⁾いる」ことを問題とし、かような勧誘実態を前提として、広範かつ詳細な説明を投資仲介者に要求する必要性を説いている。ここでは、対面証券会社が外務員を用い、個々の投資者を訪問し、推奨銘柄の有利性を強調して投資勧誘を行う、ということが当然の所与とされている。また、村本教授も、積極的投資者保護を採用するにあたり、証券秩序の担い手としての社会的責任と共に、専門家たる証券会社の営業に対する一般の信頼責任を指摘⁷⁰⁾する。しかし、この文脈における「証券会社の営業」もやはり、規制の時代の対面証券会社とその営業手法のみ念頭に置き、一義的に把握されているものと推測できよう⁷¹⁾。かような時代背景の中で(ましてや、かような時代背景にあつて、前述のように一部に根強く説明義務原則不要論が唱えられていた中で)、積極的投資者保護に立脚した説明義務論が模索されて

69) 三木=櫛田=田端・前掲注 60) 30 頁。

70) 村本・前掲注 53) 139 頁。

71) 説明義務違反は、「証券業者の違法勧誘行為(傍点筆者)」として問題となる、という村本教授の記述からも、このような推測は許されよう。参照、村本・前掲注 53) 139 頁。

いたのには、理由があったようにも思われる。

しかし、日本版金融ビッグバンを跨いだ今日の投資市場においては、後述する通り、従来型の対面証券会社とは異なり、個々の投資者の下を訪問し、個別銘柄の推奨を行うというビジネスモデルを採用しない投資仲介者が市場に登場しており、しかもリテール部門の中で無視しえないシェアを有している。今日の投資市場においては、投資仲介者の属性は、多様性を帯びたものとなっている。それゆえ、ワラント訴訟が展開されていた時代とは異なり、今日ではもはや投資仲介者像やその営業手法を一義的に把握することができない。そうである以上、今日において、金販法が定める法定の説明義務の範囲を論じるにあたっては、ワラント訴訟を受け展開された議論が所与としていた、対面証券会社とその営業手法のみを念頭に置くことはできない。⁷²⁾ そうではなく、多様性を帯びた投資仲介者に一律に適用されるべき、市場において下限となる説明義務はいかなるものかが追求されなければならない。

もっとも、このような市場の変容を所与としてもなお、市場に一律に「積極的投資者保護」に依拠する説明義務を妥当させるべきであるとの考えもあり得よう。しかし、その際、かかる価値判断が投資者の自己決定権の擁護を目的として展開されるならば、以下のような「積極的投資者保護」の副作用が、規制緩和後の市場にもたらされることに留意されねばならない。

72) ワラント訴訟を巡る議論の中で問題となっている説明義務は、投資仲介者による投資勧誘、すなわち、外務員が個別訪問等をなし、投資助言を行うなどして投資者との信頼関係を構築するビジネスモデルを前提とする義務の内容であり、それとは異なるビジネスモデルを採用する投資仲介者には必ずしも妥当するものではないことを、市場が多様性を帯びる以前から指摘していたのは、前述のように、唯一、川濱教授である。

73) このように多様性を帯びた今日からワラント訴訟を巡る議論を見るならば、(不法行為法上の説明義務の文脈における) 限定説もまた、その前提の再考に迫られることになる。清水弁護士が限定説を採用する価値判断の根底には、投資仲介者の提供する説明や助言等は、投資仲介に付随するサービスであって、サービスの中に多くを望むことはできないとの考量が存在した。参照、清水・前掲注 25) 『投資勧誘』 88 頁以下。かかる理解は、規制の時代、同じビジネスモデルを採用する単一の属性の投資仲介者と、固定委託手数料を前提とすれば、正当であったかもしれない。しかし、後述するとおり、今日の多様性を帯びた投資市場においては、清水弁護士が「付随サービスの」と把握するサービスが、むしろ約した役務の中核となる投資仲介者に従来の対面証券会社は変容を迫られており、「付随サービスの」との理解は、全ての投資仲介者に妥当するものではないものへと変化を遂げていることが看過されてはならない。

本稿において繰り返し論じてきたように、法定の説明義務の内容を、高度にすればするほど、あるいは、個々の投資者の属性に適合的なものにすればするほど、何をもって説明義務を履行したことになるのかが、明確ではなくなる。これは、一方で投資者のモラルハザードを誘引し、他方で、投資仲介者の事業規模の縮小や市場からの撤退を招く。また、説明義務の水準を高度化したり、個々の顧客属性に適合する説明を求めたりするならば、履行費用が高まり、それが、委託手数料に転嫁されることによって、投資者のサービスの質と価格の対に関する選択肢を縮小させてしまう。これらは、投資仲介者の利益を害するのみならず、投資者の利益をも害する弊害である。かような弊害を甘受してもなお、市場に一律に「積極的投資者保護」を妥当させるべき根拠が見出されなければならない。とりわけ、「積極的投資者保護」を志向する目的が、投資者の自己決定権の擁護にあるならば、その目的との関係において、「積極的投資者保護」は自己矛盾に陥らないか、慎重に検討されなければならない。

かような諸問題につき、本章で検討を行った我が国の議論状況において、あるいは、前章において検討したワラント訴訟をめぐる裁判例において、十分に考慮されてきたとはいいがたい。しかし、これは、問題の見落としがあったことを意味するものではない。なぜなら、この当時、未だ規制緩和を迎えておらず、市場の姿は、かつての事前調整型投資市場であったためである。証券業の免許制や、固定委託手数料制を所与とする限り、少なくとも履行費用の上昇とその転嫁問題については、考慮する必要性が乏しかったものと思われる。しかし、証券業を登録制とし、委託手数料を完全に自由化した今日の競争型投資市場にあっては、法定の説明義務の高度化を志向する際には、上述の様々な副作用を甘受すべき根拠が、示されなければならない。

それでは、今日的競争型投資市場における法定の説明義務の原理基盤として、「積極的投資者保護」を採用する道はもはや存在しないのだろうか。この点、我が国の比較法研究に視点を転じるならば、ドイツにおいては、「積極的投資者保護」あるいは「後見的投資者保護」の色彩を色濃く帯びた「助言義務」が黙示の助言契約構成で市場において広範に投資仲介者に課されることが判例上確立されて⁷⁴⁾おり、これを我が国にも導入すべきことを説き続ける先行研究が存在する。

74) 川地教授の一連の先行研究である。参照、川地宏行「ドイツにおける投資勧誘者の説

そこで、次章では、視点をドイツに転じ、かかるドイツ助言義務論がどのように生成されたのか、また、ドイツにおいては、その副作用をどのように克服したのか、それとも放置したのかを解明し、これを我が国の改正金販法に導入可能であるのかを検討することとしたい。

第七章 ドイツにおける積極的投資者保護の法理としての助言義務の生成

第一節 はじめに

I 我が国とドイツにおける説明義務と助言義務の関係

前述の通り、我が国の比較法研究においては、ドイツでは、黙示の助言契約構成で投資仲介者に助言義務を課すことが広く市場に妥当していることが紹介されており、我が国への導入が模索され続けてきた。⁷⁵⁾しかし、本稿が主たる検討課題

↘ 明義務違反について」三重大学法経論叢 13 卷 1 号 (1995) 85 頁 (以下、「説明義務」として引用)、同「ドイツ証券取引法における証券会社の情報提供義務」三重大学法経論叢 16 卷 1 号 (1998) 1 頁 (以下、「情報提供義務」として引用)、同「投資勧誘における適合性原則 (1) (2・完)」三重大学法経論叢 17 卷 2 号 (2000) 1 頁、同 18 卷 2 号 (2001) 1 頁 (以下、「適合性原則」として引用)、同「金融商品販売法における説明義務と適合性原則」『民事法の諸問題 11 (専修大学法学研究所紀要)』(2002) 73 頁 (以下、「金融商品販売法」として引用)、同「ドイツにおけるディスカウントブローカーの民事責任」専修法学論集 86 卷 (2002) 1 頁 (以下、「ディスカウントブローカー」として引用)、同「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任 (1)～(4・完)」専修法学論集 92 卷 (2004) 113 頁、同 97 卷 (2006) 1 頁、同 98 卷 (2006) 1 頁、同 99 卷 (2007) 1 頁 (以下、「デリバティブ」として引用)、同「投資取引における適合性原則と損害賠償責任 (1)・(2・完)」法律論叢 83 卷 4=5 号 (2011) 31 頁、同 84 卷 1 号 (2011) 1 頁 (以下、「投資取引」として引用)、同「金融サービスにおける適合性原則」津谷裕貴弁護士追悼論文集刊行委員会編『消費者取引と法——津谷裕貴弁護士追悼論文集——』(民事法研究会・2011) 178 頁 (以下、「金融サービス」として引用)。また、ドイツ法に言及するものではないが、同「金融商品取引における適合性原則と錯誤無効」鹿野菜穂子=中田邦博=松本克美編『消費者法と民法 長尾治助先生追悼論文集』(法律文化社・2013) 124 頁 (以下、「金融商品取引」として引用)もある。

75) 近時の文献として、参照、川地前掲注 74)「投資取引 (2・完)」43 頁以下。もっとも、川地教授は、「能動的顧客」に関しては、別異取扱いの可能性に言及するため、我が国の投資市場に「一律に」ドイツ助言義務の導入を目指すものではないともとれる。ただし、同 48 頁以下によれば、「能動的顧客」に関しても、結局のところ、「顧客が適合性判断を誤って不適切な金融商品の購入を希望している場合もあり得るので、顧客の誤りを正す機会を与えることも必要」などとして、「能動的顧客にも適合性原則を適用」

とするのは、改正金販法が規定する法定の説明義務の範囲論であり、助言義務ではない。従って、ドイツ法の検討に入る前に、説明義務と助言義務にはいかなる差異があるとか我が国及びドイツ法では把握されているのか、そこに共通性はあるのか、また、共通性が見いだせることにより、我が国とドイツとの状況を比較可能であるにせよ、この両者が異なるものであるとするならば、なぜ、改正金販法上の説明義務の範囲を検討するにあたり、ドイツ助言義務論を参照する必要があるのかがまず明らかにされねばならない。

そこでまず、我が国において、説明義務と助言義務がどのように把握されているのかを確認したい。潮見教授によれば、両者は次のように区別される。投資市場における説明義務・情報提供義務⁷⁶⁾とは、「当事者間の情報格差を是正することによって、自己決定の前提となる情報環境（自己決定基盤）を確保する」ことを目的とする義務である。そして、この義務が語られる文脈では、自己決定に基づく自己責任という基本的立場が重視される。そのため、投資者に投資商品に関するリスク情報を提供して、投資者の自己決定基盤を確保しさえすれば、その目的は果たされたことになる⁷⁷⁾。これに対して、助言義務とは、契約および契約交渉に先行し、あるいは事実上の前提とされている両当事者間の取引的接触関係から当

すべきと解する」との結論が導かれている。ここでいう適合性原則とは、川地教授によれば、後述するドイツの Bond 判決ルールが業者の助言義務を適合性原則の具体化と捉えているのと同じく、我が国でも適合性原則を「行為規範として捉えると、顧客の知識、経験、投資目的、財産状態を考慮して合理的根拠に基づき適合性判断を提示する義務」であるという。その上で、「適合性判断義務は適合性に関する助言義務と言い換えることができ」、「適合性原則の前提として顧客情報の収集が不可欠であることから、行為規範としての適合性原則は、顧客情報収集義務と適合性に関する助言義務によって構成される」とする。このように、近時の川地教授において、「能動的顧客」についても、ドイツの助言義務とパラレルに解される行為規範としての適合性原則が妥当すべきとの見解が採用されており、広範な市場に、本章で見るドイツ助言義務論を妥当させることを志向するものと把握可能である。本章では、このことを確認するとどめる。

76) 「情報提供義務」と「説明義務」という二つの用語につき、潮見教授は、初期には、情報提供義務という概念は、説明義務・開示義務等と同類の意味を与えられていたようであるが、今日では、「情報格差是正」を目的とした行為義務を指すものとして「情報提供義務」の概念を用いるのが通例、との指摘を加えた上で、「説明義務・情報提供義務」との並列の採用がなされている。参照、潮見佳男「説明義務・情報提供義務と自己決定」判タ 1178 号 (2005) 10 頁 (以下「説明義務」として引用)。

77) 潮見佳男「投資取引と民法理論 (四・完)」民商 118 巻 3 号 372 頁以下 (以下、「投資取引」として引用)。

該投資取引の基礎として形成される一種の信認関係（信頼関係）から導かれる義務である。その内容は、単に投資者の自己決定基盤を確保し、あとは投資者の自己決定に委ねるというだけでは足りず、「投資者のリスクをできるだけ抑え、投資目的と投資者の財産状態により適合した商品を積極的に提示」したり、場合によっては、「投資を思いとどまらせたり、より適切な別の投資商品を推奨する」⁷⁸⁾ことが求められる。説明義務・情報提供義務と助言義務には、このような差異がある、とする。このように、潮見教授によれば、両者の違いは、構造的情報格差・交渉力格差から導かれる説明義務・情報提供義務の任務が「情報格差・交渉力格差の是正」⁷⁹⁾にあり、「情報収集リスク」⁸⁰⁾の再配分が問題となっているのに対して、信認関係によって導かれる助言義務は、「顧客にとって利益になる有利な取引内容が形成され、不利な内容の取引が回避されること」⁸¹⁾をその任務とし、「判断リスク」⁸²⁾の再配分が問題となっている、という点に求められる。また、横山教授によれば、契約当事者間に情報力の格差がある場合の、情報力の平等の要請、あるいは（劣後者の）自由な自己決定の基盤整備の要請から課される説明義務と、専門家としての地位に基づく説明義務とは、次のような違いがあるという。⁸³⁾すなわち、前者に関しては、事業者は、「情報力……格差を是正する限度で、相手方に情報を提供する義務を負い、分析力の格差がある場合には、その内容を説明する義務を負う」が、原則としてこれに尽きる。これに対して、後者の、専門家としての地位に基づく説明義務においては、情報力の格差に起因する不都合の是正にとどまらず、顧客の正当な信頼に応えるべく、顧客の利益に配慮することが要請される。具体的には、「顧客の目的や資力に適合的な取引の選択を助け、あるいは、適合しない取引の不合理性を説明し、場合によっては、当該取引をしないように勧告する義務を含む」という。⁸⁴⁾横山教授による二つの説明義務の分類のうち、前者を本稿の文脈における説明義務、後者を潮見教授や後述する論

78) 潮見・前掲注 77)「投資取引」378 頁以下。

79) 潮見・前掲注 76)「説明義務」17 頁。

80) 潮見佳男「適合性原則違反の投資勧誘と損害賠償」新堂幸司＝内田貴『継続的契約と商事法務』（商事法務・2006）186 頁（以下、「適合性原則違反」として引用）。

81) 潮見・前掲注 76)「説明義務」17 頁。

82) 潮見・前掲注 80)「適合性原則違反」186 頁。

83) 横山美夏「説明義務と専門性」ジュリ 1178 号（2005）21 頁以下。

84) 横山・前掲注 83) 21 頁以下。

者のいう助言義務として把握するならば、⁸⁵⁾ 両者の違いは、前者が投資者・投資仲介者間の情報力格差是正を目的とし、一定の情報を投資者に伝達すべきことを投資仲介者に要請するものであるのに対して、後者は、「適合性」に関する専門家としての「評価」を適切になし、それを投資者に伝達すべきことを投資仲介者に要請するものであるという点に見出せる（もっとも、横山教授が専門家責任の射程外の説明義務の文脈で述べる「分析力」格差是正に、評価を伴う事項が混在するのであれば、かかる理解は維持できない。しかし、それは同時に、専門家責任としての説明義務と、その文脈外での説明義務とを混合することになりかねない可能性があるものと思われる）。また、フランス法での議論に関する文脈であるが、後藤教授によれば、情報提供義務とは、⁸⁶⁾ 契約締結の意思決定を左右するような重要な事項について、義務を負担する者の評価を伴わない単なる事実の客観的な指摘ないし説明をする義務であり、⁸⁷⁾ その目的は、契約の相手方が事実を踏まえて行動することを可能にすることのみを目的にするという。⁸⁸⁾ そして、この情報提供義務が契約の一方当事者に生じ

85) 横山教授自身は、説明義務と助言義務を区別することに懐疑的立場をとる。すなわち、当該専門家責任の内容確定の「基準となるのは、当該取引の専門家として何をすれば自らに対する顧客の信頼に応えることになるのかであり、情報の提供・説明・助言のどの義務に相当するかを厳密に区別することにはあまり大きな意味はない」、と。参照、横山・前掲注 83) 22 頁。

86) 後藤教授の考察対象は、その文言上、説明義務と助言義務との比較ではなく、情報提供義務と助言義務との比較である。そのため、我が国の、とりわけ投資取引分野で一般に用いられる「説明義務」ではなく、なぜ「情報提供義務」との対比で助言義務が考察されているのかによっては、本稿の文脈で後藤教授の見解を参照するのは不適切となる。この点、後藤教授によれば、「契約の有利性に関する専門家としての評価を基礎とする助言義務は、基本的には最近の日仏両国の判決で認められている。しかし、フランス法が、客観的な情報の提供に関する『情報提供義務』と専門家としての評価を基礎として契約の有利性・可否を示す『助言義務』とを区別することにより、専門家の説明義務を助言義務にまで高めようとしているのに対して、我が国で説明義務として論じられているものの中には両者が混在し、助言義務の特徴を不透明にしている」という。参照、後藤巻則『消費者契約の法理論』（弘文堂・2002）112 頁。この記述からは、後藤教授が「情報提供義務」という文言を用いるのは、フランス法における用法であるだけでなく、我が国における説明義務という用語の中に、事実の指摘を内容とする説明義務と、専門家としての評価を伴う説明義務とが混在していることを明確にする意図が込められているものと思われる。従って、後藤教授のいう「情報提供義務」を、我が国において助言義務とは区別された文脈で用いられる、情報格差是正を目的とし、客観的情報を伝達することを義務付ける説明義務と同様に解してよいであろう。

87) 後藤・前掲注 86) 103 頁以下。

88) 後藤・前掲注 86) 104 頁。

る根拠は、(本稿の文脈において重要な点に限るならば) 契約当事者間に情報の格差があり、かつ、契約の性質や情報優位者の地位により、劣後者の優位者に対する(情報提供を受けることができる) 信頼が正当であることにあるという⁸⁹⁾。これに対して、助言義務とは、情報提供義務からさらに進んで、専門家としての意見・評価を示して表意者の意思決定を方向付けることを目的とする義務である。ここでは、相手方が求めている目的から見て、相手方の行動が有利であるかどうかにつき専門家としての評価をなし、相手方を一定の行動に向かわせるための事項が伝達されなければならない。そして、その発生根拠は、公証人、弁護士、医師、各種取引の専門家などの「専門的優越性」⁹¹⁾とそれに対する素人の信頼にあるという⁹²⁾。このように、後藤教授の見解においても、情報提供義務と助言義務の違いは、重要な事項に関する情報格差を是正するための事実の提示に止まるのか、それを超えて、当該劣後者の契約目的に合致する契約であるのかについての専門家としての評価の提示をも要求するのかという点に違いがある。ここでも、両者を分ける要素は、「客観的事実の提示」に止まるのか、それを超えて一定の「評価」を下すことをも要求されるのかという点に見いだせる⁹³⁾。最後に、本章の検討課題であるドイツ助言義務論を参照しつつ、我が国への導入を提言する川地教授の見解をみよう。川地教授によると、説明義務(情報提供義務)とは、「業者と顧客との間の『情報収集力』の格差を是正」し、「顧客の自己責任原則の前提を確保(回復)するために業者に課せられる義務」であるという⁹⁴⁾。そして、その内容は、「重要な情報の提供」にあるという⁹⁵⁾。これに対して、適合性原則(助言義務)とは、

89) 後藤・前掲注 86) 19 頁以下。

90) 後藤・前掲注 86) 104 頁。

91) 後藤・前掲注 86) 12 頁。また 103 頁以下も参照。

92) 後藤・前掲注 86) 109 頁以下。

93) ただし、後藤教授によれば、両者の区別は時に絶対的なものではないという。すなわち、「情報の提供が助言の結果を生ずることや、助言がその前提として情報の提供を含んでいることも多い以上、情報提供義務と助言義務の区別が困難な場合も多い」と。参照、後藤・前掲注 86) 13 頁。

94) 川地・前掲注 74) 「適合性原則(2・完)」34 頁以下。

95) 川地・前掲注 74) 「適合性原則(2・完)」36 頁。

96) 川地教授が論じるのは、文言上、「説明義務と適合性原則」との関係である。もっとも、川地教授は、「適合性原則を行為義務のレベルでとらえると、その核心となるのは、合理的根拠に基づいた適合性判断義務である。ドイツの判例法理のように、投資家に適

業者と顧客との間の「情報分析力」の格差から導かれる義務であり、その内容は、「顧客が当該商品の自らへの適合性判断を誤ることなく、十分な判断材料に基づいて投資決定を行うこと」ができるよう、「合理的根拠」に基づいた適合性判断を示す義務であり、説明義務と同様、顧客の自己責任原則⁹⁷⁾の前提を確保するために業者に課せられる義務であるという。このように、川地教授においても、説明義務とは、情報収集力格差是正のための義務であり、「情報」の提供をその内容とするのに対して、適合性原則（助言義務）は、情報分析力格差を根拠として、業者に適合性の「判断」を求めるといふ点に見出せる。

以上、要するに、我が国においては、「説明義務」とは、投資者と投資仲介者との間の「情報力格差」を是正するために、一定の客観的な情報を投資者に伝達することを情報優位者である投資仲介者に要求する義務であると理解されている。他方、「助言義務」は、当該投資が当該顧客の投資目的や資力等に合致するものであるかの評価をなすべきことを「情報分析力」の優位者たる投資仲介者に要求する義務であると理解されているといえる。かかる理解に基づくならば、助言義務は、高度化した説明義務と同様（あるいはそれ以上に）、自己決定基盤の歪曲化禁止を規範命題とするのではなく、「積極的投資者保護」あるいは「後見的投資者保護」の要請を投資仲介者に命じる色彩を色濃く帯びているといえよう。

他方、ドイツにおいても（その境界がしばしば曖昧であることが意識されつつも）説明義務（Aufklärungspflicht）と助言義務（Beratungspflicht）とが区別⁹⁸⁾されている。

↘ した助言義務（推奨義務）と言い換えてもよいであろう」と指摘する。参照、川地・前掲注 74)「適合性原則（2・完）」38頁。それゆえ、本稿の文脈で参照することに問題はない。

97) 川地・前掲注 74)「適合性原則（2・完）」35頁以下。川地教授によると、顧客が、情報分析力においても優位者である業者から「不適合な商品の勧誘」を受けることで、自らに適合する商品であるとの評価を得たならば、顧客の自己の適合性判断ならびに投資決定における有力な判断材料となることが不可避である。というのも、たとえ「加重された説明義務」の履行を受けたとしても、「情報分析力」劣後者が優位者とは異なる適合性評価を自らの手で行うことを要求するのは無理があるからである。そのような意味で、自己責任を顧客が負う前提たる「十分な判断材料に基づいた投資判断」であるとは言えないという。

98) Norbert Horn, Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, 139 (141); Markus Stöterau, Informationspflichten beim Wertpapierhandel nach § 31 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG, 2003, SS. 27-31; Herbert Hirter/Tomas M. J. Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, SS. 1344-1351.

そして、ドイツにおける説明義務とは、事実の通知をその目的とするのに対して、助言義務は、当該投資に対する顧客の適合性に関する評価を下すことをその目的とする⁹⁹⁾とされている。また、「可能な限り最良な顧客の投資判断」の実現¹⁰⁰⁾という要請は、「助言義務の中からのみ見出され得る」という記述からも明らかな通り、ドイツにおける助言義務もまた、積極的投資者保護、あるいは後見的投資者保護の色彩を帯びた性質であると理解することができる。このように、説明義務と助言義務との関係に関する理解につき、我が国とドイツとの間に大きな隔たりはなく、従って、比較検討を行う上での障害が大きいとはいえない。

II 本稿における助言義務の位置

もっとも、本稿は、法定の説明義務の範囲を主たる検討課題とするものである。従って、我が国においても、そして、ドイツにおいても、説明義務とは区別される助言義務を取り扱う意義が見出されなければならない。その意義は、次の二点に見出される。

第一に、我が国において、自己決定基盤整備あるいは情報力格差是正の法理として把握されてきたのが説明義務であるが、その中で、あるいは、これと同様の原理基盤の中で助言義務を把握する¹⁰¹⁾見解や、説明義務の中で助言義務に該当する事項を要求する裁判例¹⁰²⁾があり、両者を連続線上に捉え、投資仲介者の配慮義務の

99) Horn, a. a. O. (Fn. 98), S. 41; Stöterau, a. a. O. (Fn. 98), SS. 28–31 (ただし、説明義務には、ある事実がもたらす影響、当該事実の特質を伝達することまでが求められる、とする); Hirter/Möllers, a. a. O. (Fn. 98), S. 1348.

100) Hirter/Möllers, a. a. O. (Fn. 98), S. 1345.

101) 例えば、説明義務及び適合性原則（助言義務）は明確に区別されるべきものであるとする一方で、両者を共に投資者「自己責任原則の前提を確保（回復）」するための法理として位置づける川地教授の見解に見てとれよう。参照、川地・前掲注 74)「適合性原則（2・完）」34 頁以下。もっとも、同文献における川地教授の見解は、第五章及び第六章で検討したワラント訴訟をめぐる裁判例や学説と同様、規制の時代において一義的に把握可能であった投資仲介者像及びその営業手法を念頭において展開されたものであるとも解することが可能である点に留意が必要である。

102) 第五章で検討したワラント訴訟においては、例えば、大阪高判平成 9 年 1 月 28 日金商 1023 号 19 頁、大阪高判平成 9 年 6 月 24 日判時 1620 号 93 頁、東京高判平成 11 年 10 月 28 日セレクト 14 卷 334 頁、大阪高判平成 13 年 6 月 14 日セレクト 19 卷 161 頁などが挙げられる。

103) かような理解が、自己決定基盤整備に向けられた義務である説明義務とは異なる、信

拡大傾向の中で、助言義務を把握することも可能である。かかる見解が、「取引の仕組みのうちの重要な部分」の解釈を通じて、改正金販法上の説明義務の範囲に影響を及ぼすならば、法定の説明義務の範囲それ自体の水準が拡大傾向の一途をたどる道が開かれるが、本稿は、それに懐疑的な立場である。従って、投資市場に広範に妥当しているというドイツ助言義務論を参照しつつ、我が国への導入を説く見解に対して応答するためにも、改めてドイツ助言義務論を考察する必要が生じる。

第二に、説明義務と助言義務は（その厳格な区別が困難な場合があるが）区別されるべき義務であるにせよ、旧金販法とは異なり、改正金販法の説明義務の範囲を論じる上では、従来論じられてきた助言義務を参照する必要がある。なぜならば、旧金販法においては規定が設けられていなかった¹⁰⁴⁾、説明義務の程度につき、改正金販法は、広義の適合性原則を導入したからである¹⁰⁵⁾。説明義務の範囲に属する事項は、当該顧客属性を踏まえて当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によって説明がなされなければならなくなった。このため、ここで要求される説明の程度の水準次第では、説明義務の程度を経由して、説明義務の範囲自体にも多大な影響を及ぼしかねない。それは、次のような理由に基づく。

今、A という事項が改正金販法の説明義務の範囲に属するとしよう。投資仲介者は、投資取引に先立ち、A という事実を投資者に説明すれば、当該投資リ

ㄨ 認関係に基づく積極的投資支援型の投資者保護理論の構想と、問題の把握を遅らせてきたとされてきた。参照、潮見・前掲注 76)「投資取引」378 頁以下。また我が国で「説明義務」として論じられるものの中に「説明義務」と「助言義務」とが混在していることによって、助言義務の特徴が不透明なものとなっていることを指摘するものとして、後藤・前掲注 86) 112 頁も参照。

104) 前述の通り、旧金販法は説明義務の範囲と共に説明義務の各論の重要論点を構成する「説明義務の程度」につき、特に規定を設けてはいなかった。また、この点につき、立法担当者は、「一般的な大多数の顧客にとってリスクを理解することができる程度」の説明が要求される、としていた。参照、岡田則之＝高橋康文編『逐条解説金融商品販売法』（金融財政事情研究会・2001）97 頁。

105) 前述の通り、改正金販法 3 条 2 項は「前項の説明は、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならない」とする規定を新たに追加している。同条項については、大前恵一郎『Q&A 改正金融商品販売法』（商事法務・2007）98 頁以下、池田和世「金融商品販売法の改正」商事 1782 号（2006）19 頁以下、松尾直彦編『一問一答金融商品取引法〔改訂版〕』（商事法務・2008）480 頁などを参照。

スクを投資者自己責任の領域に移転させることができる。しかし、A という事実を基礎付ける事実が、例えばさらに A1 から A10 までに細分化できるとしよう。このとき、投資仲介者は A1 から A10 のうち、いずれの事実を投資者に説明すれば A という事実を説明したことになるのであろうか。このような形で、説明の程度の問題は、場合によっては説明義務の範囲論を左右することになる。かような局面において、リスク回避的であればあるほど、投資仲介者は、A1 から A10 までの事項全てを投資者に説明するであろう。しかし、これは二つの問題を招くことになる。第一に、A という事実を説明するに要する費用が、過剰に高まる危険性がある。第二に、この履行費用が仮に微々たるものであるにせよ、A1 から A10 までの説明を全てなした場合、「情報が多すぎる」ためにかえって「情報が少なすぎる」と判断され、A という事実の説明をなしていないと評価される危険と板ばさみになる可能性が生じる。すなわち、ある事実を伝達するに際して、その事実の要素となるべき情報に、それに付随あるいはそれを補足する情報が大量に伴う場合、それらの情報の中に要素となるべき情報が埋没することにより、顧客属性如何によっては、かえって要素となるべき情報の理解を阻害する場合がある¹⁰⁶⁾。それゆえ、要求される説明の方法及び程度を厳格に顧客属性と連動させるならば、当該顧客の属性を厳格に調査し、当該顧客に A という事実を伝達するために必要な事項を A1 から A10 の中から取り出して説明するという事態に迫られよう。そのようになるならば、改正金販法上の説明義務の範囲そのものの事前の予測可能性が大幅に減殺されることになる。そのため、法定の説明義

106) 日常の例では、携帯電話を購入した際に伴うまるで辞書のような厚い説明書等が挙げられる。膨大な情報が掲載されていることが、かえって必要な情報に行き着くことを阻害している場合もある。社会心理学においては、大量の情報を受け取ることで、情報をストレスやエラーでなく効率的に処理できる限界を超えた状態を「情報オーバーロード (information overload)」と呼ぶ。この「情報オーバーロード」に関する社会心理学上の知見は、「情報が多すぎる」ことは、かえって「情報が少ない」と評価され得ることを考察するうえで、示唆に富む。「情報オーバーロード」について、参照、五十嵐祐「インターネット上の『情報爆発』がもたらす孤立と孤独の生起メカニズムの解明；社会的情報処理モデルによる検討」電気通信普及財団研究調査報告書 No. 26 (2011) 223 頁以下。情報過多に関しては、1970 年の段階で、アルビン・トフラーが「情報の加重荷」、「加重刺激」という用語を用いて、人間の能力には限界があり、負担をかけすぎると作業能率に重大な支障が起こることを指摘している。参照、A・トフラー（徳山二郎訳）『未来の衝撃〔第 9 版〕』（中央公論社・1991）。

務の限定を説く本稿の文脈の中で、顧客属性と密接に関連し、その属性に照らした評価を下すことを要求するというドイツ助言義務論の生成及びその背景事情を分析することには一定の意味があるものと思われる。以上の問題意識から、本稿では、ドイツ助言義務論を以下の分析の視角に基づき検討する。

Ⅲ ドイツ助言義務論の分析の視角

我が国においても、そしてドイツ法においても、助言義務は、当該顧客の（資産規模や取引目的などの）顧客属性に照らした「評価」を投資仲介者に要求する点で、「事実」を投資者に伝達することが求められる説明義務とは一応区別される。助言義務のかかる特質は、次のような問題を伴う。第一に、顧客属性に照らした評価を求められる投資仲介者は、助言義務を履行する前提として、当該顧客の属性を調査しなければならず、また、助言義務の水準如何によっては、当該金融商品一般の特性のみならず、当該銘柄特有の特性をも調査しなければならない。かかる助言義務履行の前段階としての調査には、当然相応の費用が伴う。従って、助言義務は、一般に、説明義務よりも高い履行費用（取引費用）が生じる。第二に、かかる助言に要した費用が、終局的に投資者側に転嫁されるならば、助言を欲しない投資者にとっては、投資取引を阻害する取引費用となる。第三に、当該顧客属性に照らした評価を伝達する助言義務は、その水準にもよるが、事実を伝達することを内容とする説明義務よりも義務内容について予測可能性が低い。かかる予測可能性の低さは、一方で事後的に義務違反と評価されることを恐れる投資仲介者に過剰な履行行動を促し、他方で、投資者に、投資結果いかんによって、事後的に自らの適性を争えばいいとの認識で過剰投資を促す危険性がある。このように、助言義務は、確かにより良いサービスを実現するかもしれないが、その副作用は、「積極的投資者保護」、「後見的説明義務」に基づく高度な説明義務と同様、あるいはそれ以上に甚大なものとなる。

前述のとおり、我が国の先行研究においては、ドイツでは、かかる副作用をも内包しているものと思われる助言義務が、黙示の助言契約構成で広く市場に妥当していることが紹介されてきた。本稿がドイツ助言義務論を分析するにあたって関心を寄せるのは、次の点にある。すなわち、なるほど確かに、ドイツ助言義務論は、高サービスを望む投資者にとってはよりよいサービスを実現するであろう。他方、助言義務に付随する可能性がある副作用に対する手当てはどのようになさ

れてきたのであろうか。例えば、助言義務の履行費用とその転嫁問題によって、高サービスを望まない投資者にとっては、助言義務論の存在は投資市場への参入を阻害する障壁となる場合もある。これによって、投資者にとって選択可能な取引が縮小し、その結果として市場の効率性をも疎外する可能性がある。かような問題について、ドイツ法は何らかの方法で克服をしたのだろうか、それともも放置してきたのであろうか。この点を明らかにするために、本稿では、ドイツ助言義務論がいかなるドイツの社会的、経済的事情を背景に生成されたのか、という点に焦点を当て分析を行う。分析の手順は以下のとおりである。

第一に、我が国にドイツ助言義務論を示す裁判例として紹介されている¹⁰⁷⁾Bond¹⁰⁸⁾判決では、いかなる事案が問題となり、どのような判決が下されたのかを把握する。第二に、Bond 判決において問題となった投資仲介者であるドイツにおけるユニバーサルバンクとしての「銀行」とはいかなる存在であるのかを検討する。第三に、ドイツにおけるユニバーサルバンクの持つ属性を所与とした際に、Bond 判決がいかなる意味を持つのかを検討する。そして最後に、Bond 判決が構築した準則を、今日の我が国の金販法の解釈指針とし得るかを検討する。結論を先取りするならば、Bond 判決は、伝統的ドイツのユニバーサルバンクとそのビジネスモデル、そして当時のドイツの社会的経済的背景を前提とするならば、投資者、ユニバーサルバンク双方にとって有益であると見ることができる。また、規制緩和を迎える前の事前調整型投資市場の時代にあつては、我が国にもある程度は類似の示唆を得ることができる。しかし、規制緩和後の競争型投資市場においては、金販法の解釈指針として直ちに参考にすることはできないことが判明する。

第二節 Bond 判決

I 事実の概要

先行研究が我が国への示唆を得ようとし、引用するものが、ドイツにおいて黙示の助言契約の成立を認め、銀行に対して助言義務を課した Bond 判決¹⁰⁹⁾と呼ばれ

107) 川地・前掲注 74)「説明義務」87 頁以下。

108) 後述することとなるが、この BGH の判決が Bond 判決と呼ばれる所以は、当該事案において問題となった投資対象が、オーストラリアの Bond-Finance 社の外社債であったためである。

109) BGH Urt. v. 06. 07. 1993, BGHZ 123, 126.

るものである。同判決では、次のような事案が問題となった。

原告は20年にわたり被告銀行 (Volksbank)¹¹⁰⁾のもとに貯金をしており、最終的におよそ50,000 DMを安全に運用 (定期預金, 預金, 国債など) していた。1989年3月, 特別定期預金の20,000 DMが満期になったのを機に, 新たな運用先についてカウンセリング (Beratungsgespräch) が行なわれた。その際, 被告銀行の投資助言者 (Anlageberater) は, 原告に対して, 投資プログラムの中からリストを提示した。その中には, オーストラリアのBond-Finance社が1988年に起債したDM建社債が含まれていた。被告は, Bond社債を推奨銘柄に採用するに先立ち, フランクフルト証券取引所への上場許可がなされる際に, 公認会計士が作成した監査証明書が含まれた目論見書や, 上場目論見書を入手していた。

1989年3月16日, 原告は, 被告を介して, Bond社債を20,000 DM分購入した。しかし, 1988年6月の段階で既に, オーストラリアの現地格付機関 (Australian Ratings Agency) は, Bond社債を平均以下の償還しか期待できない投機的なBBと評価しており, さらに, 1988年12月には, よりわずかな資産的安全性を示唆し高い投機性を意味するBに格下げされた。証券取引所上場許可の後, 1989年3月には, 発行体の倒産の危険を示すCCCまでに格下げされた。Bond社債は, この時点で, 実質的価値を失っていた。原告は, 被告は当該社債の再調査を怠った¹¹¹⁾などとして, 被告に対し, 旧BGB276条に基づき損害賠償請求をなした。原審は, 次のように述べて (遅延損害金請求の一部を除き) 原告の請求を認容した。

助言契約から導き出される義務を被告は履行していないものと認められる。その理由は, 次のとおりである。格付から, その投機的特性が推測されるにもかかわらず, 被告銀行の投資プログラムへの採用を通じて, 投資として推奨をなし, そして, 存在するリスクに関する説明を行っていない。仮に格付についてまで説明義務は及ばないとしても, いずれにせよ, 助言が必要な顧客に対して, 社債購入に伴う基本的なリスクについての説明がなされていない。被告銀行の投資助言者は, 相場リスクはないという原告に誤解を与える説明に終始してはならない。

110) 川地・前掲注74)「説明義務」87頁では, 「Volksbank」について「貯蓄銀行」と訳されているが, 一般に, 貯蓄銀行と訳されるのは後述する「Sparkasse」であり, 「Volksbank」は, 信用協同組合グループに属する銀行である。

111) OLG Celle Urt. v. 25. 11. 1992, WM 1993, 191.

II Bond 判決の判旨

BGH は次のように述べ、被告の上告を棄却した。

控訴審は正当にも、当事者の間で、満期となった特別定期預金 20,000 DM の再投資に関する助言契約が成立したとする。

資産投資について助言を受けるために投資希望者の側から銀行に歩み寄ろうと、あるいは、投資について助言をするために銀行の投資助言者の側から顧客に歩み寄ろうと、投資カウンセリングの受け入れを通じて、助言契約の締結に関する黙示の申込みがあったと推定される。

投資に際して原告が被告の役務提供や経験を必要としたのか、それとも、被告の投資助言者が満期となった特別定期預金の再投資に関する会話を持ちかけたのかは、助言契約の成立に対して重要性を持たない。いずれの事案においても、その後続く交渉は、具体的な投資先の決定のためのものである。投資助言者は、リストに基づいて被告の投資プログラムを原告に提供しており、当該リストに挙げられていた Bond 社債の購入に関する原告の決定を援助している。それゆえ、助言契約の成立要件は存在する。

この助言契約から生じる義務に、被告は損害賠償が義務付けられる様式で違反している。助言義務の内容および程度は、一方で顧客属性、他方で投資対象に関連する一連の要因に依存する。具体的な義務内容は、個々の事案の状況に完全に依拠する。顧客の投資取引の知識の量、見込まれるリスク選好、リスク耐性といった事情が、顧客属性に属する。とりわけ、関連する専門的知識につき精通した投資者であるのか、また、いかなる投資目的を有しているのかが重要である。銀行は、これらの事情に関する知見を、顧客との長年にわたる取引関係から獲得しておくことができる。適切な知見を持ち合わせていないならば、銀行は顧客の知識の程度や投資目的を聞き出さなければならない。

助言は、意図された投資取引が安全な投資に資するのか、あるいは投機的特性を有するのかに依拠してなされなければならない。推奨された投資は、このような目的を考慮し、顧客の個人的事情に合致しなければならない。すなわち、投資者適合的 (anlegergerecht) でなければならない。

投資対象に関連して、助言は、投資判断において重要な意味を持つあるいは意味を持ちうる各々の性質やリスクについてなされなければならない。その際、(景気の動向、証券取引所の展開などの) 一般的リスクと、個々の投資対象の現状か

ら生じる（相場リスク、金利リスク、通貨リスクといった）特殊なリスクとが区別されなければならない。助言の程度を決するに際しては、助言をなす銀行が、当該投資対象を自らが編成した投資プログラムに採り入れたのか否か、そして、当該投資プログラムを自らの助言の根拠としたのか否かがとりわけ重要である。銀行が、外国の証券を自らの投資プログラムに採り入れたならば、銀行は、外国の資料に基づく当該証券の品質に関する情報を入手し、かつ、独自の検査をなさねばならない。それゆえ、投資希望者は、助言をなす銀行が、自らの投資プログラムの中に採り入れた証券であることをもって、当該銀行が「優良な証券である」と判断したことを前提としてよい。

銀行の助言は、正確で、緻密で、顧客にとって分かりやすく、かつ欠けるところのないものでなければならない。また、銀行は、現状に即して当該投資取引に重要性を有するすべての事情を知らせなければならない。仮にこのような知見を有していないのであれば、銀行は、例えば、取引の具体的リスクに関する独自の情報を持ち合わせていないので顧客に助言することができないことなどを開示し、顧客に伝えなければならない。

当該有価証券は証券取引所に上場されているということは、これらの義務になら影響を及ぼさない。銀行は、もっぱら証券取引所の許可や上場目論見書（Zulassungsspekt）のみを自らの助言の尺度としてはならないし、また、助言プログラムに採用する前に、更なる情報収集をせずに済ませてはならない。

上場許可のための法的要件は、もちろん、とりわけ、いかがわしく、不正直な発行体から投資を求める顧客を保護することに資する。……しかし、証券取引所法に基づく発行体や証券の信頼性に関する審査は、発行体と発行体とともに上場の申請を行った金融機関によって上場取引所に提出された必要書類の内容や形式面での不備が不在であること、そして、上場取引所が許可の障害として考える事情に限定される。上場取引所は、発行体の十分な信用力や上場される証券の安全性の確保に関する独自の審査をさない。それゆえ、この許可手続きの枠組みの中において行われる審査には、十分な信用力に関する検査は不在なのである。申請における偽りの申告への備えは、発行体と共に申請をなした金融機関も損害賠償に関する連帯責任を負い、そして、この金融機関の損害賠償に関する独自の利害関係が、許可申請の正しさを再検査するインセンティブとなる、という点に存在する。

発行体の年末決算に対して公認会計士による監査証明が提出されているということをもって、以上の理は変わらない。とりわけ、当該監査証明が現時点に即して行われたものではなく、それゆえ、現時点における発行体の十分な信用力に関して限定的な証明力を有するのみにとどまる場合はなおさらのことである。

自らがなす投資の推奨に対する顧客の信頼を必要とし、また、具体的な投資決定につき専門的知識を持っているかのごとく振舞った銀行は、投資対象についての現時点での情報を自ら入手しておかなければならない。それゆえ、私社債にあっては、リスク判断に際して重要な発行体の十分な信用力に関する独自の情報入手が必要とされる。具体的に述べるならば、既に刊行されている経済紙の評価が必要とされる。それゆえ、銀行の検査義務における要求は、わずかなものではない。なぜなら、その推奨された投資が、外債だからである。外債である場合には、資料へのアクセスの困難さから、顧客の助言の必要性はより高くなる。海外における情報調達にかかる高いコストや不完全な情報入手に伴うリスクを銀行が嫌うのであれば、推奨を断念し、顧客からの当該社債に関する質問に対して、発行体の十分な信用力について評価できないことによるリスクを説明しなければならぬ。銀行は自らの怠慢の結果を、自らの助言を信頼した顧客に転嫁することはできない。

かような正確で欠けるところのない投資助言をなす義務という助言契約によって生じる義務に、被告はいくつかの点で違反している。社債のリスクに関する質問に対する、相場リスクは存在しない旨の被告の投資助言者の応答は、誤解をもたらす。相場リスクは、提案された投資及びそれ以外の工業社債 (Industrieanlein) の際にも、発行体の倒産の可能性という点において存在する。かかる支払不能は、金利支払の停止だけでなく、投資対象の流通価値の崩壊をも帰結する。被告の陳述から推測されるように、仮に投資助言者が、相場リスクとは通貨リスクを指しているのだと思っていたとしても、それは助言が誤りであることを何ら変えるものではない。

Bond 社債を推奨することは、投資者適合的ではない。長年にわたる取引関係から、被告は、原告が自らの蓄えを、貯金口座や国債、貯蓄銀行証券 (Sparkassebriefen) といった、もっぱら安全な投資形態に投資しており、今まで、あらゆる損失リスクを回避していたことを知っていたはずである。原告が工業社債やその他の有価証券の取引経験がないことは、被告にとって認識可能であった。この

ような事情についての知見に鑑みれば、外国の発行体の十分な信用力に関して独自の調査をすることなく、資産の大部分を投入して海外の工業社債を購入することを原告に推奨することは、失策である。

被告の投資助言者は、適切な説明を怠っており、また、独自の情報が不在であるため、Bond社債の購入を推奨するための専門知識に欠けることを指摘しなかった。

上場取引所の独自の調査を欠く審査に限られることを意味する上場目論見書や上場許可を除いて、投資助言者は、上告審において自認するように、発行体の十分な信用力を推論させ得るような知見を有しなかった。むしろ目論見書からは、高額の負債が明らかである。

また、投資助言者は、経済紙における批判的な見解について原告に説明しなかった。その原因が、被告の組織構成上の不備のために了知していなかったのか、それとも投資助言者が失念していたのかは重要でない。1988年7月初旬、証券取引所新聞は、Bondグループの収支査定に関して、経済アナリストによる様々な異なる評価を報道している。1988年9月28日には、オーストラリアの証券新聞通信が、「Alan Bondグループ——借金の巨大癖——」というタイトルで、また、1988年10月及び11月には、ドイツ経済新聞社が、Bondグループの100億を越す債務残高と財務管理に関する不正を報じている。また、1988年11月14日には、フランクフルトの一般紙が、オーストラリアの経済アナリストを引用しつつ、Bondグループは、その高い対外債務のために資金調達が疑わしいものと思われる旨を強調している。銀行は、常に、社債の獲得によって生じるリスクに関する批判的な評価がなされている文献に照らし、独自の評価に基づいて判断を下さなければならない。それを投資者に黙秘したままではならず、そして、明確なリスク回避の顧客は、当初より推奨から除外される。ここでは、警告的助言が問題となる。

仮に投資助言者がこれら全てを知らなかったならば、また、オーストラリアの格付機関による格下げに関しての知見を有しないならば、投資助言者は、被告が当該社債を自らの投資プログラムに採り入れたことによって、あたかも独自の検査と評価をなしたがごとき外観を作出したという事情に鑑み、当該時点において必要となる全ての情報を獲得し投資の推奨を行う義務に違反するのではなく、当該社債の購入に際して顧客に、専門的知見からの助言ができないことを打ち明け

なければならない。

控訴審によつて的確に認定された損害には、上告審においても、もはや疑念を差し挟む余地はない。

Ⅲ Bond 判決の意義

この Bond 判決は、投資助言者が投資者と投資カウンセリングに入った時点で、たとえ助言契約を明示的に締結しなかったとしても、黙示の助言契約が成立することを正面から認めている。そして、その契約上の義務として顧客属性を調査した上での顧客適的な助言を投資助言者に求めている。また、この理は、投資勧誘者側が勧誘をなしたのか、投資者が自ら相談に訪れたのかを問わずに通用する旨をも述べている。また、Bond 判決においては、助言義務を履行するための前提として、ある商品を推奨する際には、現時点の投資対象に対する適切な評価をなすべく、国内外の経済紙の動向等から情報を調達して、適切な評価を下すことが要求されている。

かような内容の義務は、投資者の「自己決定基盤の歪曲化禁止」からは到底導き得ない。なぜなら、Bond 判決の中で求められているのは、当該投資取引が内包するリスクに限定された事項の説明をすることではなく、評価を伴う当該顧客に適的な投資商品の推奨を行うこと、あるいは、推奨をなせないことと、それに伴うリスクを明示することだからである。従つて、Bond 判決における助言義務は、後見的投資者保護、あるいは、積極的投資者保護の色彩を色濃く帯びた義務であるといえる。また、Bond 判決が説くものは、我が国においては、広義の適合性原則¹¹²⁾の文脈で語られてきたものと符合する部分がある¹¹³⁾。また、顧客属性適合的助言という発想は、第五章において検討した裁判例の一部が採用するものと思われる、投資者の主体的防御期待可能性を指標とした「顧客属性や当該推奨銘柄

112) Bond 判決は、本件における社債につき、本件投資者のようなリスク回避性が強い投資者に不適合であるとの「警告的助言」をなさねばならない旨を述べているにとどまり、いかに警告的助言をなしても販売それ自体が認められないと論じるものではない。それゆえ、わが国の狭義の適合性原則が「いかに説明を尽くしても売ってはならない」ことを投資勧誘者に命じるものであるという理解が正しいならば、Bond 判決は、わが国でいう狭義の適合性原則には該当せず、広義の適合性原則と親和的である。

113) 例えば、潮見・前掲注 80)「適合性原則違反」182 頁以下。

柄固有の特性による説明義務の範囲の変動」,そして、それに伴う説明義務の助言義務への傾斜とも親和的であろう。また、金販法は、改正に際して、かかる特質を有するワラント訴訟等において形成された裁判例上の説明義務への接近を図っている¹¹⁴⁾。従って、一見すると、先行研究が述べるように、かような高度な配慮義務を、投資仲介者からもちかけたか、あるいは投資者自らがもちかけたかを問わず、投資カウンセリングに入った時点で広範に妥当させるドイツ助言義務論は、我が国における改正金販法上の説明義務に対して積極的投資者保護への傾斜を促す示唆が得られそうである。

しかし、はたして以上のような共通項のみを前提として、Bond 判決から我が国へ何らかの示唆を導くことはできるのだろうか。本稿が関心を示すのは、次の二点である。第一に、Bond 判決において問題となった投資市場のアクターは、Volksbank という「Bank」、すなわち、銀行である。これに対して、我が国の訴訟に登場してきた典型的投資仲介者は、「証券会社」である。この点の差異につき、先行研究では、「ドイツでは以前からユニバーサルバンキング制度がとられており、主に銀行が証券取引業務を行っている」¹¹⁵⁾ことを指摘するのみで、特段のさらなる分析は行われていない。ただ一点、この「銀行」に関して、先行研究においては、ドイツでは、銀行などの投資助言者と投資仲介者とは区別されているとの指摘が見受けられる。すなわち、銀行などの投資助言者ではない投資仲介者は、投資家からあまり信頼されていない。なぜなら、自己の利益を図る目的で多少の甘言を用いて売り込みに専念するためであるという。そして、投資家はかような投資仲介者からの助言を期待していないため、投資仲介者は助言義務を負担しない、^{116,117)}という。しかし、かかる記述は、なお一層、ドイツにおける「銀行」と、我が国の証券会社とを単純に同一視することに疑念を抱かせるのではなかろうか。なぜドイツの市場において「銀行」は、その他の金融機関とは異なり、投資者か

114) 池田・前掲注 105) 18 頁以下、大前・前掲注 104) 86 頁。

115) 川地・前掲注 74)「適合性原則 (2・完)」2 頁以下、同「ディスカウントブローカー」3 頁、同「投資取引 (1)」35 頁など。

116) 川地・前掲注 74)「情報提供義務」6 頁。

117) Jürgen Vortmann, Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, 10. Aufl. 2013, Rdnr. 554-557 においても、「投資仲介者 (Anlagevermittler)」に仲介された投資者は、投資助言者に比べ、投資仲介者にわずかな期待しか有していない、との記述が見出せる。

ら特に信頼の厚いアクターとなり得たのであろうか。そして、そこに存在するドイツ特有の事情は、ドイツ助言義務論の形成に少なからず影響を与えているのではなかろうか。我が国への示唆を導く上で、かようなドイツ特有の事情が仮に存在するとするならば、それと同一視できるような事情が我が国においても存在するのかが慎重に検討されねばならないであろう。第二に、このドイツ特有の事情とも関連して、ドイツ助言義務論は、助言義務のような高度な配慮義務に一般に伴う副作用にどのような手当てをしたのであろうか。あるいは、これを放置したのであろうか。投資顧問契約のような明確な契約が当事者間に不在であるにもかかわらず、広く黙示の助言契約構成によって高度な配慮義務たる助言義務を投資仲介者に課すならば、その副作用も甚大なものとなり、市場の効率性を阻害する危険性がある。市場の効率性の側面はおくとしても、かかる法理の存在理由や目的が「投資者自己決定権」の擁護であるとするならば、その目的との関係で、同法理が有用な手段となり得ているのか、逆に論理矛盾をもたらしていないかが慎重に検討されなければならない。

この点につき、視点を法学以外の分野に転じるならば、我が国における法学以外の分野の先行研究は、ドイツにおいてこの問題がいかんにして処理されてきたのかを解明するための豊富な手がかりを提供している。そこで、以下では、我が国から眺めた際に、ドイツのユニバーサルバンクはどのような特色を有しているのか、どのような経済的、社会的背景の中でいかなる経営戦略を採用してきたのかを検討し、その上で、Bond 判決が構築した法理が、ユニバーサルバンク及び投資者双方にどのような作用をもたらすのかを明らかにしたい。

第三節 Bond 判決の背景

—— ユニバーサルバンク制度とリレーションシップバンキングモデル ——

I ユニバーサルバンク

まず、ドイツにおいて採用されているユニバーサルバンク制度とは何か、から確認しよう。ユニバーサルバンク制度とは、銀行がその預金業務や貸付業務だけ

118) ドイツユニバーサルバンクに関しては、相沢幸悦『ドイツ最強の金融帝国 ドイツ銀行』（日本経済新聞社・1994）（以下、『ドイツ銀行』として引用）、大矢繁夫『ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開（北海道大学図書刊行会・2001）が詳しい。

ではなく、証券業務、投信業務等を含む幅広い金融サービスを提供できる制度である。¹¹⁹⁾ドイツにおいては、このユニバーサルバンクに属する銀行が圧倒的であり、同形態をとらない専門銀行の数は、わずかに数パーセントのシェアしかないという¹²⁰⁾。このユニバーサルバンクがドイツ等において発展し、我が国においてもその方向性が模索され続け、2002年以降、次第に解禁されていったのは、ユニバーサル¹²¹⁾バンクには大きな利点が存在したからである。ユニバーサルバンクの最大の特徴は、その取り扱う業務の圧倒的な幅にあり、総合金融 (Allfinanz) という用語が用いられている。¹²²⁾アルフィナンツ戦略には、次のようなメリットがある。すなわち、第一に、広範な業務を顧客に幅広く提供できるため、金融商品の初期マーケティング費用や顧客の開拓費用だけでなく、顧客の維持、管理費用が相対的に軽減される。また、経営資源の有効活用を図ることができるために、個々の金融商品のコストが低下し、コストの面での優位性が非ユニバーサルバンクと比較して生じる。第二に、顧客側から見れば、ユニバーサルバンクは、顧客の希望するあらゆる種類の金融商品を提供することができるため、顧客が一つの銀行からすべての金融サービスを受けることを希望する場合には、著しく競争上の優位性を持

119) 黒川洋行「ドイツの銀行システムにおける公的銀行 —— 貯蓄銀行及び開発復興公庫の政府保証をめぐる EU 欧州委員会との合意 ——」関東学院大学『経済系』277 集 (2006) 154 頁 (以下、「公的銀行」として引用)、同「ドイツの銀行システムと貯蓄金融機関の動向」季刊 個人金融 2007 年度夏号 2 頁 (以下、「ドイツの銀行システム」として引用)、齊藤由理子「ドイツ協同組合銀行グループの組織と事業 —— 環境変化への新たな戦略 ——」農林金融 2001 年 11 月号 4 頁、藤澤利治「国際金融危機とドイツの銀行制度改革 —— 金融危機再発防止の試み ——」証券経済研究 82 号 (2013) 125 頁以下、田渕進「貯蓄銀行と信用協同組合をめぐる政治的論争」大阪経大論集 61 巻 5 号 (2011) 49 頁 (以下、「貯蓄銀行と信用協同組合」として引用)、羽森直子「ドイツの銀行構造について」流通科学大学論集 —— 経済・情報・政策編 —— 20 巻 2 号 (2011) 132 頁 (以下、「ドイツの銀行構造」として引用)。

120) 黒川・前掲注 119)「公的銀行」154 頁以下、同「ドイツの銀行システム」1 頁、羽森直子「ドイツの金融システムを構築しているものは何か？」流通科学大学論集 —— 経済・経営情報編 —— 20 巻 2 号 (2011) 36 頁 (以下、「ドイツの金融システム」として引用)。

121) 二上季代司「リテール証券ビジネスにおける新たな変化」日本証券経済研究所編『金融システム改革と証券業』(日本証券経済研究所・2008) 1 頁以下。

122) 相沢・前掲注『ドイツ銀行』118) 82 頁以下、同訳『〈海外主要国のケース・スタディ〉銀行・保険会社の総合戦略』(中央経済社・1994) 1 頁 (以下、『総合戦略』として引用) 以下。

つことになる。¹²³⁾この点は、後述するリレーションシップバンキングモデルと相まって、Bond 判決の背景を理解する上で重要な点となる。

他方、ユニバーサルバンクには、その構造的問題も指摘されている。それは、次のようなものである。貸付業務と証券ブローカー業務を兼任することによって、ユニバーサルバンクは、貸付業務から取得した情報を、証券を購入する顧客に故意に知らせず、顧客が不利な投資の推奨を受ける可能性がある。実際、銀行関係者が多数を占める政府の調査委員会においても、この証券投資を行う顧客の犠牲のうえに貸付業務から得られたインサイダー情報が濫用される危険性を完全に否定することはできないと結論付けている。¹²⁴⁾この点も、Bond 判決の機能を理解する上で重要であるため、後に改めて触れる。

II 三本柱

さて、ドイツでは、このユニバーサルバンクの担い手として、三本柱 (Drei Säulen System)¹²⁵⁾と呼ばれるものがあり、それぞれの銀行が異なる顧客を対象としてユニバーサルバンク業務を展開していた。¹²⁶⁾その三本柱とは、「商業 (信用) 銀行」、「貯蓄銀行グループ」、そして「信用共同組合グループ」である。

まず、商業 (信用) 銀行とは、民営の銀行 (Privatbank) であり、かつてのドイツ四大銀行、地方銀行、外国銀行支店等を指し、主として大企業や中堅企業、都市部富裕層向けにユニバーサルバンク業務を提供してきた。¹²⁷⁾これに対して、残る

123) 相沢・前掲注『ドイツ銀行』118) 68頁以下。同・前掲注 122) 『総合戦略』59頁以下、小山明宏=手塚公登「アルフィナンツの経済分析 (1) (2・完) —— 組織の経済学の視点から ——」学習院大学経済論集 42 巻 2 号 (2005) 67 頁、同 3 号 (2005) 169 頁も参照。

124) 相沢・前掲注 118) 『ドイツ銀行』71 頁以下。

125) Stöterau, a. a. O. (Fn. 97), SS. 38-39

126) 藤澤・前掲注 119) 126 頁。

127) ドイツ銀行 (Deutsche Bank)、コメルツ銀行 (Commerzbank)、ドレスナー銀行 (Dresdner Bank AG)、ヒポ・フェラインス銀行 (Hypo Vereinsbank) を指していた。現在、ヒポ・フェラインス銀行は、イタリアのウニクレーディト・イタリアーノ銀行に買収され、また、ドレスナー銀行は、コメルツ銀行に買収されている。

128) ただし、ヒポ・フェラインス銀行は、地場銀行としてリテール業務に重点を置いており、欧州でも最大級の広域地方銀行であるという。参照、羽森・前掲注 119) 「ドイツの銀行構造」133 頁。

二つのグループが、ドイツにおけるリテール業務を主として担ってきており、また、その生成と発展にドイツ特有の背景が存在するとともに、ドイツユニバーサルバンク独自の特色を構成しているという¹³⁰⁾。その二つの柱を以下で確認したい。

三本柱の中で最大のシェアをもち、特に中小企業金融及びリテールバンキングにおいて最も大きな影響力を持つ貯蓄銀行 (Sparkasse) グループは、低所得者層の貯蓄を促進するため¹³¹⁾18世紀に創設された公法上の施設であり、多くは公益を¹³²⁾

129) 羽森・前掲注 119)「ドイツの銀行構造」142頁、田淵・前掲注 119)「貯蓄銀行と信用協同組合」50頁以下。また、相沢・前掲注 (118)『ドイツ銀行』66頁も、「個人・小口金融型ユニバーサルバンクに当てはまるのが、貯蓄銀行と信用共同組合である」と指摘する。

130) 羽森・前掲注 119)「ドイツの銀行構造」142頁では、この点を次のように指摘する。すなわち、「一般に銀行構造について国際比較を行うときは、民間銀行部門のみが比較対象となることが多い。しかし、ドイツでは公的銀行部門である貯蓄銀行や信用協同組合が中心的な役割を果たしているため、国際比較をする際にはこの点に留意する必要がある。そうでないと、ドイツの銀行構造の特徴について正しく理解することは困難であると思われる」と。

131) 黒川・前掲注 119)「ドイツの銀行システム」2頁。

132) 貯蓄銀行につき、本稿において引用する近接領域の文献では全て「Sparkasse」と表記されており、また、Stöterau, a. a. O. (Fn. 98), S. 39においても、「Sparkasse」と表記されている。他方、例えば、WIRTSCHAFT, Westfalen-Blatt Nr. 150. 30. Juni/1. Juli 2012では、「Sparkassenbank」と表記されており、かような表記を用いる場合もある。異なる表記を用いる場合もあることを踏まえつつも、本稿では、以下、引用文献に倣い、貯蓄銀行を「Sparkasse」と表記する。

133) ただし、社会福祉政策としての側面と共に、ドイツの経済政策としての側面も看過できない。すなわち、それまで個人銀行しか存在していなかったドイツでは、重化学工業を成立させるだけの十分な資金力が個人銀行にはなかった。そこで、民間の銀行の資金力を増強するために、株式会社形態の銀行組織の成立とユニバーサルバンク制度といった民間金融機関の分野での拡充が図られたが、それだけでは十分ではなかった。公営の金融機関をも整備し、その資金でもって企業への信用供与にあたらせた。地方自治体によって設立された多くの公的金融機関の一つ一つがその公的性格に依拠しながらさらに数多くの支店を管内に出展させて、民間金融機関では拾い集めきれない社会の隅々の零細資金までも預金として大量に集約し、それを管内の商工業者といった中間層の企業へ資金供給する。国内の貨幣資本を最大限に資本貯蓄のために振り向けるという、金融の分野における国家をあげた保護政策によって急速な国内産業の育成を図ろうとした、との側面があるからである。参照、佐藤俊幸「ドイツにおける貯蓄銀行と地域金融・中小企業金融の現状 —— 1990年代～2008年を中心に ——」岐阜経済大学論集 46巻1号 (2012) 28頁。

目的として市町村により設立されているため、¹³⁴⁾ 公的金融機関として位置付けられる。¹³⁵⁾ この貯蓄銀行は、グループ内で三層構造がとられている。第一層に、各地域ごとの貯蓄銀行がある。第二層に、各貯蓄銀行がより広い地域ごとに集まってできた貯蓄銀行協会（Sparkassenverbände）と、それぞれの州が出資をしている Landesbank（Landesbank）が形成されている。地方の貯蓄銀行協会と Landesbank はさらにその上に第三層の中央機関となるドイツ貯蓄銀行振替連盟（Deutsche Sparkassen-und Giroverband e.V.）を構成しており、また、投資銀行の役割を持つドイツ自治体銀行 Dekabank（正式名称は Dekabank Deutsche Girozentrale）¹³⁶⁾ もこの第三層に位置付けられる。¹³⁷⁾ このような三層構造の補完的システムにより、個々の貯蓄銀行が地方にある小規模銀行であっても、グループ上部の Landesbank やデカバンクと連携・協力関係にあるため、上部のユニバーサルバンクがもつ広範な金融サービスを提供することが可能となっている。¹³⁸⁾ このように、貯蓄銀行グループは三層構造をとるが、中央の司令部が指導権をもって指図を行うコンツェルンとは異なり、貯蓄銀行グループでは、独立したグループのパートナーに分権の指導権があり、それぞれのパートナー企業のトップにおいてそれぞれの経営がまかされる。¹³⁹⁾ この点は、以下で触れる貯蓄銀行グループの地域原則とも相まって、後述する「リレーションシップバンキングモデル」を理解する上で重要な概念となるものと思われる。

134) 田淵・前掲注 119)「貯蓄銀行と信用協同組合」50 頁、黒川・前掲注 119)「ドイツの銀行システム」3 頁。但し、いくつかの公的銀行の他に、いくつかの自由貯蓄銀行（freie Sparkassen）も存在し、私法上の団体たる財団、社団、もしくは株式会社として運営されているという。参照、黒川・前掲注 119)「公的銀行」157 頁。

135) 黒川・前掲注 119)「ドイツの銀行システム」4 頁。また、貯蓄銀行は、その所有者たる郡や町村が無制限の保証をなしていたことも、この点に関連する重要な要素となっていた。保証の内容ゆえに、EU 条約の（競争を害する）国家援助の禁止に該当する可能性が懸念され、保証の見直しがなされるに至っている。一連の経緯は、黒川・前掲注 119)「公的銀行」160 頁以下が詳しい。

136) 羽森・前掲注 120)「ドイツの金融システム」38 頁。

137) 田淵・前掲注 119)「貯蓄銀行と信用協同組合」50 頁以下、羽森・前掲注 119)「ドイツの銀行構造」134 頁以下、黒川・前掲注 119)「公的銀行」157 頁。

138) 黒川・前掲注 119)「ドイツの銀行システム」4 頁。また、羽森・前掲注 119)「ドイツの銀行構造」134 頁以下も参照。

139) 田淵・前掲注 119)「貯蓄銀行と信用協同組合」51 頁。

かような形態をとる貯蓄銀行グループの特色は、公的所有性、公益性原則、地域原則の三つに求められる。まず、前述の通り、貯蓄銀行は所有者が地方自治体であり、公的銀行といわれる。また、貯蓄銀行の業務には、公益性が求められており、これが設立根拠たる各州法規で規定されていて、純然たる利益追求を主目的としない。その公益性の実現の一つとして、全ての国民を金融から排除することなく、貯蓄形成、金融サービスの提供を行うことがあげられる¹⁴⁰⁾。また、全ての地域における競争の実現を通じて、各種サービス価格の適正水準の維持を図ることもあげられる。すなわち、人口1000人から2500人までの地域での民間商業銀行の店舗があるのは、全体の5%であるところ、かかる地域において貯蓄銀行と後述の信用協同組合とが互いに競争を行うことにより、国民が金融サービスから排除されることなく、かつ、競争を通じた適正水準価格においてサービスを受けることができる¹⁴¹⁾。貯蓄銀行グループの特色として、最後に、地域原則 (Regionalprinzip) がある。地域原則とは、各貯蓄銀行の活動範囲が所有者である地方自治体の行政区画と全く同一地域に限定されていることをいう。地域原則により、貯蓄銀行グループ内部での競争は排除され、各貯蓄銀行は、その地域のすべてのリテール業を受け持ち、これが、後述する長期的・継続的なリレーションシップバンキングを行うための基盤となっている。このように、三本柱の一角であり、リテールにおいて最大のシェアを誇る貯蓄銀行グループは、利益最大化を主目的とする民営の銀行とは異なり、公的な性格を帯びた銀行であるという点にその第一の特色が見て取れる。最後に、残る一本の柱である、信用協同組合グループを概略したい。

信用協同組合 (Kreditgenossenschaften) グループは、18世紀半ばに、資金に困った手工業者や小営業者のためにヘルマン・シュルツェデリッヒ (Hermann Schulze-Delitzsch) によって設立された「前貸し組合 (Vorschussverein)」がその起

140) 黒川・前掲注 119) 「ドイツの銀行システム」4頁。

141) 羽森・前掲注 119) 「ドイツの銀行構造」134頁。

142) 黒川・前掲注 119) 「ドイツの銀行システム」5頁。

143) 黒川・前掲注 119) 「ドイツの銀行システム」6頁。

144) 黒川・前掲注 119) 「ドイツの銀行システム」4頁。

145) 田淵・前掲注 119) 「貯蓄銀行と信用協同組合」51頁。

146) 黒川・前掲注 119) 「公的銀行」159頁。

源とされている。その後、1860年代には、フリードリヒ・ヴィルヘルム・ライプアイゼン（Friedrich W. Raiffeisen）によって、農民を対象とし、信用貸付組合が設立された。前者はその後 Volksbank という名称となり、商工業者を主たる対象にしたのに対し、後者は Raifeisenbank という名称で農業者を主たる対象とするようになった。両者は1972年以降合併し、「フォルクスバンクとライプアイゼンバンク」という名称で総称されるに至っている。^{147,148)}

この信用協同組合の設立の背景には、次のような社会的、経済的背景が存在する。¹⁴⁹⁾18世紀半ばのドイツにおいて、地方の零細個人は、商業銀行から排除されると共に、高利貸しが共謀して密接な縄張りを築き、カルテルを構築したため、隷属的關係を強いられていた。都市部の商業銀行が参入しないのには、合理的な理由が存在した。すなわち、商業銀行にとって、地方の零細農工商業者は（零細経営者の堅実な経験やそれなりの人格の評判などに関しての）莫大な情報コストがかかる反面、収益性が少ない。換言するならば、利益志向の銀行にとって、十分な担保物件がなく、貸付リスクは高く、取引コストが過大となる中小の顧客は経済的魅力がないため、参入をあきらめざるを得なかったのである。¹⁵⁰⁾情報コストがかかるのは、高利貸しにとっても同じであり、それが高い利息を徴収する要因ともなった。このような社会経済的背景の中で、地方の零細農業・商工業者への与信のための相互扶助機関として、信用協同組合が生成し、発展を遂げていくことになる。限られた地域内での、組合員同士の相互扶助機関という性格は、商業銀行等が直面する地方零細個人事業者への与信の際の情報コストの問題を解消することとなる。なぜなら、組合員は村の住民そして隣人であり、日常の話し相手であ

147) 田淵進「ドイツ信用協同組合グループの構造変化」大阪経大論集 60 巻 5 号（2011）143 頁（以下、「ドイツ信用協同組合」として引用）。

148) なお、信用協同組合は、このフォルクスバンクとライプアイゼンバンクが殆どではあるが、その他にも、一定の職業を対象としたものとして、鉄道業職員のシュパルダ銀行（Sparda-Banken）、郵便局員のための郵便貯蓄銀行（Post-Spar-und Darlehensvereine）、公務員のための公務員銀行（Beamtenbanken）もあるという。参照、田淵・前掲注 147）「ドイツ信用協同組合」144 頁以下。

149) 以下の記述は、特に注を付さない限り、田淵進「企業としてのドイツ協同組合の展開」大阪経大論集 59 巻 5 号（2009）58 頁以下（以下、「ドイツ協同組合」として引用）による。

150) 田淵・前掲注 119）「貯蓄銀行と信用協同組合」55 頁。

るから、組合員に与信する際に必要な情報は極めて低コストで生産できるためである。この点は、公的金融機関であり、かつ、地域原則を採用する貯蓄銀行グループにおいても共通する。貯蓄銀行グループや信用協同組合グループは、不当な値段を要求することなく金融機関を利用できない人々にサービスを提供するために作られたことが指摘されている。¹⁵¹⁾

かような背景の中で構築された信用協同組合グループは、貯蓄銀行と同様に、三層構造をとる。第一に、地方の窓口となる各信用共同組合があり、単位組合とも呼ばれる。第二に、地域の業務を統括する地方中央銀行 (WGZ Bank) がある。そして、第三に、全国の最上位機関となる全国中央銀行 (DZ Bank) がある。¹⁵²⁾ かような構造をとる信用協同組合グループにおいては、ユニバーサルバンクとして様々な業務を専門的に行うため特殊分野の業務を連合企業が分担し、信用協同組合と連携している。協同組合抵当銀行 (DG Hyp), シュヴェビッシュ・ハル住宅貯蓄金庫 (Bausparkasse Schwäbisch Hall), 協同組合リース有限会社 (VR Leasing), ユニオン投資銀行グループ (Union Investment Gruppe), 協同組合保険会社 (R+V Versicherung) などである。これらの連合企業と連携することにより、信用協同組合は、ユニバーサルバンクとしての機能を果たしている。¹⁵³⁾

次に、信用協同組合グループが貯蓄銀行グループと同様に採用している「地域性原則 (Regionalprinzip)」について確認しよう。各単位組合は、それぞれ地域に限られた業務領域においてのみ業務を行う。これは一つには前述の歴史的経緯によるものであるが、他方、現地の経済的社会的構造に関して厳密な情報把握を可能にしている。文字通り顧客と地域に密着して速やかな意思決定が行われている。¹⁵⁴⁾ 信用協同組合グループの強みは、組合員を中心とした顧客との密接な結びつきにあり、それは自律性の高い共同組合銀行が地元のニーズに柔軟に対応していることに基づいていると認識されているという。¹⁵⁵⁾ このように、ドイツユニバーサルバ

151) 田渕・前掲注 119) 「貯蓄銀行と信用協同組合」56頁。

152) 田渕・前掲注 147) 「ドイツ信用協同組合」147頁。

153) 田渕・前掲注 147) 「ドイツ信用協同組合」145頁以下。

154) 田渕・前掲注 147) 「ドイツ信用協同組合」141頁。

155) 齊藤・前掲注 119) 15頁。なお、かかる地域性原則は、経済組織の形態として、一定の合理性をも有することが指摘されている。すなわち、地方のリテールに関する知識は、標準化できない特殊知識である。この特殊知識は、中央機関においてではなく、各地方の単位組合が最も効率よく習得することができる。但し、取引の規模が大きくなったり、

ンクの三本柱のうち、リテール業務を主として担う二本の柱である、貯蓄銀行グループと信用協同組合グループは、共に地域原則を持ち地域経済と密着している。また、利益最大化を志向する民間商業銀行とは異なり、公益ないしはメンバーの経済を第一の目的としているという点にも特色を見出せる。^{156, 157)}

以上が、ドイツのユニバーサルバンクを担う三本柱とその特質である。次に、Bond 判決を理解する上で重要な要素となる、ドイツのユニバーサルバンクが伝統的に採用してきた「リレーションシップバンキングモデル」を確認したい。

III リレーションシップバンキングモデル

リレーションシップバンキングは、我が国においても、21世紀初頭より政策的に地域金融において推進が模索されてきたモデルである。¹⁵⁸⁾金融審議会金融分科会第二部会の報告書によれば、リレーションシップバンキングとは、「必ずしも統一的な定義は存在しないが、金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデルを指すのが一般的である」という。¹⁵⁹⁾

、国際業務を必要とする場合、各地域の単位組合ではそれが担えない。その際には、中央の一般知識を利用しなければならない。この際、中央は、単位組合の下請けとしてその業務を担う。フランチャイズが、中央から地方へ、上から下への関係に対して、信用協同組合は、下から上への関係という点に特色がある、という。参照、田淵・前掲注 147)「ドイツ信用協同組合」151頁以下。

156) 田淵・前掲注 119)「貯蓄銀行と信用協同組合」50頁以下。

157) なおドイツ銀行法は、銀行名の使用に規制を設けている。すなわち、2005年改正ドイツ銀行法40条は、貯蓄銀行という名称は、公的に所有された銀行のみが用いることができるという定めをおいており、また、同法39条はフォルクスバンクという名称の使用に関する規制をもひいている。これらの規制は、名称と業務内容とに一定の対応関係があるため、消費者に対する業務内容の透明性に関するシグナリングの機能を果たすためである。参照、清水浩和「ドイツにおける地方団体の資金調達システムと公的金融機関の役割——いわゆる貯蓄銀行の特徴とその民営化議論を中心に——」都市とガバナンス8号(2007)71頁。

158) 金融庁金融審議会金融分科会第二部会報告「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」平成15年3月27日(全文は、金融庁HP〈<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/singi/f-20030327-1.pdf>〉において公開されている)。

159) 金融庁金融審議会・前掲注 158) 3頁。諸外国を含め、リレーションシップバンキングに関する議論を概括するものとして、滝川好夫「リレーションシップ・バンキングの経済理論：1つのサーベイ」神戸大学経済学研究年報53号(2006)41頁がある。

これは、次のような意味を持つ。信用協同組合の生成に関する箇所ですべてとおり、地方の中小零細企業への融資に際しては、都市部の大企業に比して一層、情報の非対称性が存在し、金融仲介機関による情報生産機能が重要となる¹⁶⁰⁾。その情報生産に際して、当該顧客との長期的取引関係、「face to face」を通じて蓄積された情報を活用することが重要な意味を持つ。なぜなら、中小零細企業への融資に際しては、財務諸表等のような明確な計数的裏付けのある情報（ハード情報）のみならず、経営者の人柄・能力・経営判断・業界での評価・地域での風評などといった計数化できない情報である、ソフト情報も重要となるからである。このようなソフト情報は、「関係」を構築して初めて入手可能な情報であり、外部からは入手しにくいという特質を持つ。それゆえ、「関係」の構築が情報生産の上で重要となる。そして、情報収集・審査、スクリーニングやモニタリングといった情報生産にかかるエージェンシーコストは、「関係」の構築によって軽減することができる。一度このソフト情報を入手すれば、ある種の独占的なレントを獲得したことになるので、情報の非対称性に伴うサンクコストをカバーすることが可能になる¹⁶¹⁾。

ドイツにおけるリレーションシップバンキングの特質に言及する別の論者の言によって、（貸出業務以外の業務を含む観点から）リレーションシップバンキングモデルを検討しよう。リレーションシップバンキングとは、取引費用の支出が時間の経過にともなって資本投下として観念されるようになり、構築された既存の顧客との関係からできるだけ収益を上げようとする行動を指す「関係管理」概念を銀行経営論に応用したものである。リレーションシップバンキングの目的は、顧客を獲得し、当該顧客を永続的に取り込み、銀行に対する忠誠心を引き出すことにある。関係管理において顧客から集める情報は、顧客に必要な商品またはサー

160) リレーションシップバンキングの貸付に関する理論面での文脈では、村本孜「リレーションシップバンキングと中小企業金融（I）」成城大學経済研究 162 号（2003）257 頁以下も参照。

161) 滝川・前掲注 159) 43 頁。

162) 財務諸表に準拠して融資の可否・条件等を決する方法は、適正な監査等によりその財務諸表の真正性が担保される企業にのみに原則として適用されるため、事実上、相対的に規模が大きく、業歴が長く、高収益についての透明度の高い企業に限定されるという。この点を含め、参照、村本・前掲注 160)・260 頁以下。

163) 村本・前掲注 160) 261 頁。

ビスが何かというマーケティング情報であり、関係管理を行う企業は、一般に、当該顧客の求めに応じて全てのプロダクトないしサービスを揃えようと多角化する。特に、ユニバーサルバンクの発達したドイツでは、リレーションシップ構築のメリットは、一つの金融機関が顧客企業に対して総合的な金融サービスを提供でき、企業もその恩恵を受けることができる点にある。金融機関は、このサービスメニューに、ユニバーサルな銀行業務を超える保険・年金といった業務を取り込むため、アルフィナンツ戦略を展開するようになる。このリレーションシップバンキングにおける健全経営の条件式は以下の通りである。

$$(\text{貸出業務からの収益} + \text{その他の業務からの収益}) - (\text{関係構築費} + \text{固定費}) \geq 0 \quad 164)$$

この条件式は要するに、収益率を上げるためには、投下した関係構築費を上回るようにできるだけ関係を活用して、貸出業務からの収益やその他の業務からの収益に貢献する取引を増大させればよいことになる。この際に、ドイツにおけるユニバーサルバンクは、「貸出業務以外の、その他の業務」の幅を極めて広範に拡大できる。すなわち、証券業務、住宅ローンはもちろんのこと、保険業務、年金業務といった幅広いサービスメニューを用意でき、その中で関係構築費を回収できるのである。¹⁶⁵⁾

このように、リレーションシップバンキングには、(本稿の文脈で重要な点としては特に)顧客と間で排他的独占的關係を形成しつつ、その中でソフト情報を収集し、当該情報を元に、永続的な取引関係を形成するという特色がある。また、関係形成のために費やした費用は、サンクコストとならず、将来にわたる排他的・永続的取引関係の中で広く薄く回収することが意図されており、その際、ドイツユニバーサルバンクのように、Allfinanz と称されるまでに多角化された業務の

164) 以上の記述は、山村延郎＝三田村智「ドイツ・リテール金融業務における自己資本比率規制とリレーションシップ・バンキングの意義」FSA リサーチ・レビュー 2005 (第 2 号) 50 頁以下による。

165) このように、リレーションシップバンキングモデルには様々な利点があるものの、その負の側面も指摘されている。いわゆるホールドアップ問題やそれが貸し手側のインセンティブに与えるマイナスの影響、また、非効率な企業が事後的救済により非効率に市場撤退しない問題、soft-budget problem とそれが借り手側のインセンティブに与えるマイナスの影響などがその一例である。参照、村本・前掲注 160) 261 頁以下、滝川・前掲注 159) 48 頁以下。

幅によって、その利点を十二分に活用し得るという点にも特色を見出すことができる。ユニバーサルバンクの三本柱のうち、リテール業務において主要な役割を果たす二本の柱は、共に地域原則をとり、地域密着型の営業を行っているのは前述の通りである。このことは、リレーションシップバンキング戦略の採用と密接な相互関係にあるものと思われる。地域に根ざし、地域の顧客と信頼関係を形成し、中央にあっては必ずしも容易に把握できない顧客それぞれのニーズを調査しつつ、幅広い金融商品を独占的に提供し続ける、かような戦略を採用してきたものと推測できるのである。

以上のリレーションシップバンキングをよりよく理解するためには、次章における検討対象であり、序章において論じたように、Bond 判決以降のドイツの市場に登場することになる、リレーションシップバンキングの対をなすモデルである、顧客との密接な関係構築を前提としないトランザクションバンキングモデルを概略することが有用である。トランザクションバンキングとは、顧客のソフト情報をさほど重視せず、「信用リスク等を定型的・機械的に分析して貸出業務や金融サービス提供の可否及び条件を決定する手法」¹⁶⁷⁾をいう。ここでは、長期安定的収益あるいは顧客との独占的關係よりも、貸出しや金融サービス提供の低コスト化による価格競争力が重視される。また、「1名の顧客との1回限りの取引や、様々な顧客との複数回の取引」¹⁶⁸⁾と定義される場合もあるようである。

両者のいずれを採用すべきかは、以下の費用対効果の比較による。すなわち、一定の事業分野の顧客層について、継続的な取引関係から得られる定型的な若しくは非公開の情報又は取引量の増大が収益に与える効果とその関係構築に費やされる顕在的・潜在的な費用との比率、すなわち、リレーションシップバンキングを採用した際の費用対効果よりもトランザクションバンキングをとる場合の費用

166) 黒川・前掲注 119)「公的銀行」159頁がこの点を明確に指摘している。また、斉藤・前掲注 119) 15頁も、信用共同組合グループの強みが、組合員を中心とした顧客との密接な結びつきにあるとし、自律性の高い共同組合銀行が地元のニーズに柔軟に対応していることを指摘する。

167) 山村＝三田村・前掲注 164) 51頁。

168) 後掲の図と共に、参照、廣住亮「中小企業金融とリレーションシップバンキング——欧米主要国の事例との比較——」信金中金月報平成15年度3号8頁。

169) 滝川・前掲注 159) 43頁。

対効果の方が良好と見積もられるときは、リレーションシップを重視せず、トランザクションバンキングモデルを行うのが合理的である。逆にリレーションシップバンキングを採用した際の費用対効果の方が良好であるならば、リレーションシップを重視した方が合理的である、ということになる。以上で触れなかったことも含め両者の関係を表にまとめると、以下のようになる。

	リレーションシップバンキング	トランザクションバンキング
重視するリスク要因	マネジメントリスク (定型性)	ビジネスリスク (定量的)
メリット	・ 定量情報では計りきれない無計の競争力を持つ顧客層を開拓 ・ 高収益性、収益の長期安定性	・ 低コスト化による価格競争力 ・ 信用リスク管理の高度化
コスト (主な費用)	高コスト (営業担当者人件費)	低コスト (機械化の初期費用)
収益期間	長期安定的	短期的, 市場環境等の影響大
取引先との関係	単独取引 (独占的)	複数行取引 (競争的)
適性のある金融機関	小規模かつ地域限定的金融機関	大規模 (地域横断的) 金融機関
問題点	・ 「ホールドアップ」問題 ・ 「ソフトバジェット」問題 ・ 「ソフト情報」の非伝達性	・ 潜在的収益機会の喪失 ・ 商品の画一化による競争激化と価格低下圧力

以上が、本稿がドイツ助言義務論を分析するにあたり重視する、ドイツユニバーサルバンクの社会的経済的背景である。

IV 小括

以上要するに、ドイツのユニバーサルバンクにおいては (特にリテール業務を中核とするユニバーサルバンクにおいては)、地域原則を採用し、顧客との信頼関係を形成し、あらゆる金融サービスを長期的・独占的に提供でき、そこから利益を享

170) 以上の記述は、山村＝三田村・前掲注 164) 51 頁を参考にした記述であるが、そのままの形での引用ではないため、以下、原文を記載する。同頁では、「一定の事業分野の顧客層について、継続的な取引関係から得られる定型的な若しくは非公開の情報又は取引量の増大が収益に与える効果とその関係構築に費やされる顕在的・潜在的な費用との比率 (費用対効果) よりもトランザクション・バンキングをとる場合の費用対効果よりも良好と見積もられるときは、リレーションシップを重視せずにトランザクション・バンキングを行うのが合理的である (傍点筆者)」と記述されている。本稿では、この記述の趣旨を本文中のように理解して引用した。

受するリレーションシップバンキングモデルを採用してきた。このため、初期マーケティング費用や顧客との関係形成費用が一時的に生じるにせよ、関係構築の後に続く排他的・永続的關係の中で幅広い金融商品を提供し続けることによってその回収が図られるという点にその特色がある。そして、その際、Allfinanzと称されるまでに多角化されたドイツユニバーサルバンクは、その利点を最大限に発揮できるという点にも大きな特色がある。

前述のように、ドイツにおいて、ユニバーサルバンクはその他の投資仲介者とは異なり、特に高い信頼を得ているといわれ、また、我が国の先行研究においてもその点が指摘されている。その高い信頼を支えるものが、リレーションシップバンキングモデルの採用と、同モデルに基づく顧客との濃密な関係形成・維持にあり、かかるドイツの事情が、Bond判決の背景に存在するというのが、本稿のこれまでの検討の結果としての推論である¹⁷¹⁾。ところで、リレーションシップバンキングモデルを採用し、ユニバーサルバンク業務を遂行する上では、当然のことながら、顧客との信頼関係の構築と維持が極めて重要であり、これを阻害する要因がある場合、その除去が困難であればあるほど、リレーションシップバンキングのビジネスモデルは、その根幹を揺るがされることは言うまでもない。それでは、かようなドイツユニバーサルバンクの特質を踏まえるならば、Bond判決が構築した法理はどのような機能を果たすと理解できるだろうか。換言するならば、その機能は投資者・ユニバーサルバンク双方にどのような影響を及ぼし、市場にいかなる影響を与えるだろうか。そして、その機能が仮に有用であるとして、今

171) なお、ドイツにおいても、2003年の段階での文献中ではあるが、次のような指摘が見られる。すなわち、「Bond判決の原理に基づく助言契約成立の推定に際しては、顧客と伝統的商業銀行（Geschäftsbank）に数えられる Volksbank との間に1989年3月に投資カウンセリング（Anlagegespräch）が行われたことが重要である。当時、いずれが主導して実現したかを問わず、投資助言者と顧客との間の投資カウンセリングが、助言契約の成立を推定することが通例であった。その理由は、未だディスカウントブローカーが市場に存在しなかったことにある。……ダイレクトバンク（Direktbank）が証券役務提供市場に出現して以来、この状況はもはや一義的なものではない」、と。Stöterau, a. a. O. (Fn. 98), SS. 61-62. かかる記述からも、Bond判決が、ドイツにおいて特定のビジネスモデルを採用する投資仲介者を念頭に形成された法理であり、異なる属性のアクターにも広く妥当させることが意図されていなかったことがうかがえよう。

日の我が国の投資市場に何らかの示唆を得ることができるであろうか。以下で確認をしたい。

第四節 リレーションシップバンキングモデルと Bond 判決の機能

以上の前提、すなわち、伝統的にドイツでは、ユニバーサルバンクがリレーションシップバンキングモデルを採用してきたことを前提として Bond 判決を考察するならば、以下の推論を得ることができる。

第一に、ドイツにおいて、黙示の助言契約構成で、同契約の成立を広範に認める判例法理が形成されたのは、後見的投資者保護の見地からのみではない可能性が高い。なぜならば、ユニバーサルバンクがリレーションシップバンキングモデルを採用する限り、法によって助言義務を課されるまでもなく、銀行側には、顧客との排他的・永続的關係を形成するために、助言の付与、その前提としての顧客情報の収集を自主的に行うインセンティブが強く働くからである。ドイツ助言義務論は、かかるリレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクの自主的な行動傾向に法の裏打ちを与えるものとして形成された、と見ることができる。

第二に、かような法の裏打ちは、顧客の利益の擁護に資するだけではない。リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクの利益にも資することが重要であり、看過し得ない。なぜなら、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクが、その行動傾向から逸脱した行動をとる可能性があり、かつ、そのことを顧客が事前に知っているならば、顧客はユニバーサルバンクの助言等を容易に信用しないためである。これにより、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクのビジネスモデルの根幹である、顧客との排他的・永続的關係の構築が阻害される。これを打破するために、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクは、法の裏打ちがあれば支出せずに済んだはずの顧客の信頼を創出するための費用を支出するなど、対応を強いられることになり、その取引費用が高まることになる。

以上のことを、Bond 判決の事案に即して確認しよう。Bond 判決における投資者は、Volksbank と 20 年来の取引関係がある者であり、その間、一貫して安全な資産運用に努めてきた。かような投資者に対して、Volksbank の投資仲介者

は、突然、何らの説明もなく、極めて投機性の高い外債の推奨をなし、投資者が当該推奨を信頼して外社債を購入したところ、認識していなかったデフォルトリスクが現実のものとなったという事案であった。20年にわたって Volksbank を信頼し、取引関係を継続しても、突如裏切られる可能性があり、かつ、その際に、法による保護が不在であることをあらゆる投資者が前提とするならば、事前の選択肢として、通常の投資者は、その助言等に信頼を寄せることはないであろう。かかる状況を、法の裏打ち、すなわち、黙示の助言契約構成で助言義務を広範に認めることによって打破することは、投資者のみならず、リレーションシップバンキングモデルを採用する投資仲介者の利益にも資することが確認できよう。

第三に、伝統的ドイツにおいては、助言義務という高度な配慮義務に伴う副作用に一定の手当てがなされていることも判明する。その理由は次の通りである。リレーションシップバンキングモデルを採用するアクターにおいては、「投下した関係構築費を上回るようにしながらできるだけ関係を活用して、『貸出業務からの収益』¹⁷²⁾や『その他の業務からの収益』に貢献する取引を増大させればよい」という指摘からも明らかなように、関係形成費用として投下された顧客調査や助言に伴うコストは、とりわけユニバーサルバンクシステムが採用されている限り、その利点を最大限に活用することによって、直近の一回の取引から回収すべき要請が薄まるからである。すなわち、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクにおいては、一回限りの取引や、ある特定の種類の取引をその前提としていない。関係を構築・維持しようとする顧客についての詳細な調査（ソフト情報を入手するための調査）にかかる費用などの関係形成のために支出された費用は、直近の取引から回収するのではなく、その後にも続く、排他的・永続的關係の中で、Allfinanz と評されるまでに多角化した幅広い金融商品を提供し続ける中で回収することができるのである。今後も続く排他的取引関係という時間的縦の軸と、幅広い金融商品の提供という横の軸を同時に持ち合わせた、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクにおいては、履行費用の上昇とその転嫁問題という高度な配慮義務が内包する副作用が、緩和されることが判明する。

このことは、以上の顧客適合的助言の場面のみならず、投資目的適合的助言の

172) 山村=三田村・前掲注 164) 52頁。

場面でも妥当する。ユニバーサルバンクは、他方で銀行業務も行っており、証券を前提とした発行体に関する独自の調査は、銀行業務においても応用可能であるし、その逆もまた妥当する。このような観点からも、調査費用は低減されるためである。他方、一方で調査費用が低減されるという利点があるのに対して、モラルハザード、すなわち、銀行業務等を通じて獲得した発行体の情報を、証券業務を行う際に秘匿して取引を行う可能性も存在することは前述の通りであり¹⁷³⁾、この可能性が排除できない限り、顧客は容易にユニバーサルバンクを信用せず、リレーションシップバンキング戦略が機能不全に陥る。それゆえ、黙示の助言契約構成によりユニバーサルバンク側に利益相反行為を禁止することは、顧客の利益に適うだけではなく、むしろリレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクに対しても関係形成・維持費用の削減をもたらす有益な法理として作用することになる。従って、Bond 判決は、伝統的ドイツユニバーサルバンクを前提とする限りにおいては、投資者、ユニバーサルバンク双方にとって有益であると分析することができる。

また、投資者側のモラルハザードについても、伝統的ドイツユニバーサルバンクにおいては、ある程度、抑止が機能していたと推測できる。投資者には、事後的な投資結果のみから、ユニバーサルバンク側が推奨した投資商品の自らへの適合性を争って訴訟を起こす誘引があり、これは、投資者側に、過剰支出をもたらす。また、投資者がモラルハザードを起こす可能性があるならば、投資仲介者側には、義務の過剰履行の誘引が機能し、それによって取引費用が高まり、事業規模の縮小、あるいは市場からの撤退を帰結する¹⁷⁴⁾。しかし、伝統的ドイツユニバーサルバンクにおいては、とりわけ地域性原則を採用する二本の柱においては、抑止が機能していた可能性が高い。なぜならば、顧客が仮にモラルハザードを起こしたならば、当該地域におけるその顧客の評判が低下する可能性があるからである。また、仮にモラルハザードを起こしたならば、自らに金融サービスを継続的に、しかも総合的に提供してきたユニバーサルバンクとの関係が以後消失するという事情も、モラルハザード抑止の機能を果たす要因となったものと推測できる。

173) 相沢・前掲注『ドイツ銀行』118) 72 頁。

174) このことを指摘する近時の文献として、参照、牧佐智代「市場秩序と消費者保護 (4) — 断定的判断の提供法理をめぐる思想のねじれ —」NBL926 号 (2010) 122 頁以下。

以上のように、ドイツにおいては、投資者側のモラルハザードという助言義務に伴う副作用についても、一定の手当てがなされていた可能性が高いことも、本章における分析を通じた推論として挙げるができる。

第五節 小括

本章において論じたことは以下のとおりである。まず、先行研究が明らかにするとおり、ドイツでは、確かにユニバーサルバンクに対して黙示の助言契約構成によって、高度な助言義務が課せられている。しかし、かような一見すると後見的投資者保護の色彩を色濃く帯びた法理が形成する前提としてドイツ固有の背景が存在した可能性が高い。すなわち、同義務は、伝統的ドイツユニバーサルバンクが、リレーションシップバンキングモデルを採用し、その営業を行っていたということを前提として形成された可能性が高い。かかる前提を所与とする限り、Bond 判決は、顧客保護に資するのみならず、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクにとっても有用である。また、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクにあっては、排他的・永続的取引関係という時間的縦軸と、Allfinanz と称されるまでに多角化した幅広い業務という取引種類の量的横軸双方において、義務の履行コストを分散できるため、履行費用の上昇とその転嫁問題という副作用については、ある程度解消される仕組みを備えていたと推測できることも看過されてはならない。また、投資者のモラルハザードへの抑止もある程度機能していたものと思われる。

しかしながら、以上のことは、リレーションシップバンキング戦略を採用するユニバーサルバンク以外の者、とりわけ、リレーションシップバンキング戦略の対をなす、トランザクションバンキング戦略を採用する者には妥当しない。なぜなら、トランザクションバンキングにおいては、顧客との排他的・永続的關係形成を意図していない。当該顧客のソフト情報に応じたサービスの提供というよりも、サービスの徹底的な規格化・標準化によってコストカットを図り、価格優位性を前面に出して、不特定多数の顧客に提供することを意図している。そのようなアクターに対して、顧客情報調査や投資対象調査を前提とする顧客適合的助言や投資対象適合的助言を広く法によって求めるならば、そのビジネスモデルを根幹から否定することになる。かかる帰結は、トランザクションバンキングモデルを採用して、利潤を得る機会を得ようとする投資仲介者の利益を害するだけでは

ない。価格優位性というリレーションシップバンキングモデルを採用する投資仲介者には提供し得ないサービスを選好する投資者から、その選好に合致する選択肢を市場から駆逐することによって、当該選択肢をはく奪することをももたらすからである。

それでは、以上を前提として、本章において検討したドイツ助言義務論から我が国への示唆を導くことはできるであろうか。第五章の検討を通じて明らかになったことは、金販法を改正するにあたり参照されたワラント訴訟においては、少なくとも、高裁レベルの事案においては全て、従来型の対面証券会社の外務員が、個別銘柄の有利性を強調するなどして推奨を行ったという共通項が存在した。この共通項は、従来型の対面証券会社の営業手法が、ドイツにおけるリレーションシップバンキングモデルと親和的であり、不特定多数の投資者というよりもむしろ、限られた範囲の投資者との間で信頼関係を形成し、その信頼関係を元に営業を行うというものであったことを示している¹⁷⁵⁾。かかる営業手法を採用する場合、通常、証券会社はソフト情報たる顧客情報を自ら積極的に収集し、当該情報に基づいて、当該顧客に適する商品を適切な説明をなしたうえで推奨することになるであろう。しかし、そのような行動傾向から逸脱した行動を取る可能性があり、かつ、その際に、法によるサンクションが不在であることを事前に投資者が了知しているならば、そのビジネスモデルは根幹を揺るがされることになる。従って、法が相応の（広義の適合性原則を踏まえた）説明義務を課し、その違反に損害賠償責任を課すことは、投資者保護に資するのみならず、リレーションシップモデルを採用する証券会社にとっても有用であるといえることができる。それゆえ、かかる規制緩和以前の事前調整型投資市場の時代において、我が国の先行研究が、ド

175) 前述のとおり、川濱教授は、この点をとらえ、次のように指摘する。すなわち、一般投資家と証券会社の情報の非対称及び技量・経験の非対称は「市場の円滑な機能を阻害する。それにもかかわらず市場が円滑に機能できるのは証券会社に対して『顧客の利益を害するようにつけ込むことはない』という信頼が成立するからである。かような信頼を法的に担保するべく、信頼を裏切った者への自主規制をはじめとする諸規制が存在する。証券会社はまさにかように成立した信頼を背景にはじめて営業活動が可能となっている」と。参照、川濱・前掲注 22) 642 頁以下。また、村本教授が指摘する「証券取引の専門家たる証券会社の営業に対する一般の信頼責任」も、同様の文脈で理解することができるように思われる。参照、村本・前掲注 53) 139 頁。

イツ助言義務論の導入を模索してきたことには、一定の理由があったように思われる。このように、規制緩和を迎える前の我が国の市場を前提とするならば、顧客との「関係」を重視するというビジネスモデルを採用するという点では類似性のあるドイツ助言義務論から相応の示唆を得ることが可能であったといえる。

同様のことは、ドイツ助言義務論からの示唆を説く川地教授のみならず、我が国において展開されてきた助言義務論一般にも原則として妥当する。例えば、投資者と投資仲介者間の信認関係を重視し、ここから、自己決定原則レベルでの投資者保護理論とは異なる、「積極的投資者支援型の投資者保護理論」が導出されるべきことを説くのが、潮見教授の見解であった¹⁷⁷⁾。ここでいう「信認関係」とは、規制緩和前の投資市場において一義的に把握可能であった従来型の対面証券会社とその営業手法が前提とされている。すなわち、特定の投資者との信頼関係を形成し、当該信頼を基盤として、推奨を行いつつ取引を仲介する、というものである。このようなビジネスモデルを投資仲介者一般が採用していることを前提とするならば、証券会社の自発的行動傾向に対する法の裏打ちとしての「積極的投資者支援型の投資者保護理論」を広く構築すべき要請が確かに存在する。また、横山教授の説く「専門家としての地位に基づく」¹⁷⁸⁾義務や、後藤教授の説く「専門的優越性」への信頼に基礎付けられた義務¹⁷⁹⁾に関しても、やはり同様のことが妥当しよう。「専門性」の内容及び水準が一律に把握できた時代においては、当該専門性に対する信頼の内容及び程度もまた、一律に把握可能であり、同水準の義務を、当該専門家の自発的行動傾向に対する法の裏打ちとして広く構築すべき要請が存

176) もっとも、我が国のかつての典型的対面証券会社に見られるリレーションシップモデルへの親和性という共通項はあるが、ドイツにおける Allfinanz と称されるまでに多角化したユニバーサルバンクと、我が国における銀証分離原則の採用、また、ドイツにおける地域原則の徹底や、公的性質を帯びた貯蓄銀行グループや営利を至上としない信用協同組合グループの性質、また、投資者側のモラルハザードに対する抑止のメカニズムなど、異なる点は数多く存在する。とりわけ、信頼創出費用を分散する縦軸と横軸のうち、後者が不在であることは大きな相違点であるといえよう。しかし、固定委託手数料制を採用していたことを考慮するならば、この相違点については固執する必要性は乏しいのかもしれない。

177) 潮見・前掲注 77)「投資取引」387頁以下。

178) 横山・前掲注 83) 21頁以下。

179) 後藤・前掲注 86) 109頁以下。

在すると言える。

しかし、規制緩和以後の我が国投資市場においては、このことは部分的にしか妥当しない。なぜなら、規制緩和以前の典型的対面証券会社の営業手法とは根本的に異なるサービスを提供する投資仲介者が市場に登場し、リテール部門で無視し得ないシェアを有するようになってきているなど、投資仲介者像をもはや一義的に把握できないためである。かかる多様性を帯びた市場に一律に適用される改正金販法上の説明義務に、リレーションシップバンキングモデルを採用するユニバーサルバンクを前提として構築されたドイツ助言義務論を採用するならば、業法によってではなく、次は改正金販法という私法の手によって、規制緩和以前の市場に回帰させることを帰結¹⁸⁰⁾する。このことは、規制緩和が投資者にもたらしたサービスの多様性を、私法によって減殺することを意味する。多様性を排してでも後見的保護、積極的保護を優先させなければならない理由が明らかにされなければならないであろう。また、その理由とは、後見的保護、積極的保護が伴う副作用を考慮してもなお、正当化されるものでなければならない。さらに、仮にその根拠が、投資者自己決定権の擁護にあるとするならば、市場の効率性を害する様々な副作用についてはともかく、投資者のサービスの質に関する選択肢を過剰に縮小させることが、真に投資者の自己決定権の擁護に資するの¹⁸¹⁾か、むしろ自己矛盾に陥っているのではないかが検討されねばならない。

なお、ドイツから得られることは、これだけではない。というのも、ドイツでは、伝統的リレーションシップバンキングモデルが 20 世紀末にかけて次第にほころびをみせていったからである。個人部門の取引銀行数において、1973 年に、個人の 17% が複数の銀行を利用しているにすぎなかったのが、1989 年においては 38% にまで上昇している。また、1980 年には個人部門で利用銀行を変更した者の割合は 16% であったものが、1989 年には 26% にまで上昇している。これは、顧客側が、金融サービスの価格や質の差異によって金融機関を選択し、それらを用途別に割り振りしはじめたことを示している。そして、資本市場のグローバル

180) このことを考慮するならば、規制緩和以前の典型的対面証券会社とその営業手法を念頭に展開された可能性が高いワラント訴訟における不法行為法上の説明義務を金販法の改正に際して参考にしたこと自体が看過し得ない問題を抱えていたとさえ思われる。

181) 相沢・前掲注 118) 『ドイツ銀行』83 頁。

化とドイツ国内競争の激化とが相まって、従来のビジネスモデルの維持が困難になっている¹⁸²⁾というのである。

それでは、ドイツに訪れた社会的経済的背景の変化は、その後のドイツの投資市場にいかなる変化をもたらしたのであろうか。そして、その変化の中で、投資仲介者の配慮義務にいかなる変容が生じたのであろうか。結論を述べるならば、リレーションシップバンキングモデルとは逆の経営戦略であるトランザクションバンキングモデルを採用する新たなアクターがドイツ投資市場に登場し、かような戦略を採る投資仲介者に対しては、助言義務排除、説明義務低減が認められうるとの判例法理が20世紀末までに構築されることになる。次章では、これを検討したい。

182) 中小企業金融における文脈であるが、廣住・前掲注 168) 17頁以下。