



Title	証券投資勧誘における適合性原則について : 大阪高判平成20年6月3日判決をめぐって
Author(s)	黄, 潤
Citation	新世代法政策学研究, 7, 323-343
Issue Date	2010-07
Doc URL	<a href="https://hdl.handle.net/2115/43879">https://hdl.handle.net/2115/43879</a>
Type	departmental bulletin paper
File Information	HJNGLP007_013.pdf



## 証券投資勧誘における適合性原則について —大阪高判平成20年6月3日判決をめぐって

黄 潤

投資信託等の勧誘行為につき適合性原則違反、説明義務違反による不法行為責任が認められた事例

平成20年6月3日大阪高裁判決（平成19年（ネ）第2359号損害賠償請求控訴事件）

金融・商事判例1300号45頁

### 〔事実の概要〕

X（原告・控訴人）は、昭和13年生まれの女性で、歯科医師である。平成9年に母が病気になったため、開業医である兄の訴外Aの自宅診療所に転居して母の看護にあたり、やがてAはXを養子とした。

平成11年4月にAが死亡したので、XはAの遺産約3億円を相続し、自身の資産と合わせて約3億2000万円を有することになった。

Xは、証券取引に関心はなく、その経験もなかったが、Aが生前取引していたY証券会社（被告・被控訴人）社員の訴外Bに勧誘され、平成11年11月5日と12月22日に、安全性が高いとされている丸紅普通社債および公社債投資信託（MMF）を合計3200万円ほど購入した。

さらに、Bは、Xに対して、Aの遺産である13銘柄の株式を売却し、その売却代金で①フィデリティ・ジャパン・オープンおよび流行の株式を購入するように勧めた。Xは、Bの勧めに応じて、13銘柄の株式を7350万円余で売却し、5000万円をフィデリティ・ジャパン・オープンに、その残代金でソニー・京セラ等の株式を購入した。これ以降、平成12年8月までに、

Xは、Bからの各種投資商品の勧誘に応じて、②ノムラ日本株戦略ファンド、③ジャナス・グローバル・テクノロジー・ファンドA、④ジャナス・グローバル・ライフサイエンス・ファンドA、⑤ファンドR&R、⑥フィデリティ・中小型株オープン、⑦スウェーデン輸出信用銀行債（日経平均ノックイン債）等の商品を合計約2億5770万円の証券取引等を行い、うち約2億1630万円の投資信託等の投資商品に投じるなどした。これら①～⑦の取引によって、結局4000万円以上の損失を被った。

①～⑦の商品の勧誘において、Bが商品内容やリスクについて説明した事実は認められていない。Xは、Bの勧誘に応じて、ほぼ即決で株式の売却や購入を承諾している。

なお、Xは、平成12年8月9日に東京三菱銀行（当時）から公社債投資信託を4100万円購入し、平成13年7月以降、自分の判断で、日経225連動型上場投資信託、スターバックスコヒーージャパン株式会社の株式、ソニー株式会社の株式、日本電気株式会社の株式の合計約435万円の投資商品を購入している。

以上の事実につき、Xは、Y証券会社の担当者Bの勧誘行為等が適合性原則違反および説明義務違反であって、不法行為ないし債務不履行にあると主張して、使用者責任による損害賠償請求権ないし債務不履行による損害賠償請求権に基づき、Y証券会社に対し、取引により生じた損失の全額および弁護士費用の合計4682万8997円、これに対する平成17年6月4日から支払済みまで年5分の割合による金銭の支払を求めて、本件訴訟を提起した。

第1審（大阪地判平成19年7月26日（LEX/DB28140219））は、Xの請求について、一部認容一部棄却とし、Yの損害賠償責任を認め、7割の過失相殺をした。

#### （1）不法行為・債務不履行の可否——適合性原則違反について

「平成10年法律第107号による改正後の証券取引法43条1号は、証券会社が顧客の知識、経験および財産状況に照らして不当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならないとの主旨を規定し、適合性の原則を定める。これは直接には、公法上の業務規制という位置づけのものであるが、証券会社の担当者が、顧客

の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為上も違法になると解するのが相当である（最判平成17年7月14日・民集59巻6号1323頁参照）。そして、証券会社の担当者による商品の勧誘が適合性の原則に反したか否かを判断するにあつたては、具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客との投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態などの要素を総合的に考慮する必要があるというべきである……。

投資信託の投資対象が株式の場合には、その投資対象となる株式の価格変動により収益に差異が生ずるのであり、投資信託の受益証券の購入者にその変動リスクが生ずることとなる。本件取引商品の株価変動リスクは、Xが自ら購入を希望した株式と比較しても、格段に高いものと考えられる。Xは本件取引を始めたころには、Aの診療所の後処理や売却手続きを一人で行っており、これらの事情に照らすと、Xは、本件取引同時、相当の資力を有し、かつ本件各取引をするのに必要な判断力や理解力も十分あったというべきである。本件取引の間には、多額の株式や公社債投資信託の商品を購入しており、これらの取引は、本件各取引と比べてリスクの面で相違があるとはいえ、Xに一定の投資意欲があったと窺わせる事情であり、かつ投資経験を積むという意味を有するものであったというべきである。

……このように、本件各取引が比較的高いリスクの投資商品であったとはいえ、X自身は、相当の資力を有し、かつ、本件各取引をするのに必要な判断力や理解力を備えていたのであり、かつ、一定の投資意欲をもっていたのであるから、かかる事情を総合すると、Xがおよそ本件各取引を自己責任で行う適性を欠き、上記取引の市場から排除されるべき者であるとして、そもそも本件各取引の勧誘をしてはならない顧客であったとはいえないというべきである……。

確かに本件各取引の額が過大でありその取引経緯が異常であるが、上記のとおり、Xには相当の知性や理解力及び豊富な財力が認められることに照らすと、Xに対して本件取引商品を勧誘すること自体が、適合性の原則から著しく逸脱していたと認めることはできないのであり、原告の主張は採用することができない。

したがって、また、BがXに対して本件取引を勧誘した行為は、適合性

の原則から著しく逸脱したものと認めることもできない」。

## (2) 不法行為・債務不履行の可否——説明義務違反について

「証券会社は、信義則上、一般投資家である顧客を証券取引に勧誘するにあたり、投資の適否についての確に判断し、自己責任で取引を行うために必要な情報である、当該商品の仕組みや危険性などについて、当該顧客がそれらを具体的に理解することができる程度の説明を、当該顧客の投資経験、知識、理解力等に応じて行う義務を有すると解すべきである。

……本件投資商品は、その特質、仕組みを理解することが容易ではなく、相対的に高いリスクをはらむ投資商品である。他方で、Xは、Bからの勧誘までは投資経験がなく、Yとの取引について積極的投資意向を有しなかった。それにもかかわらず、Xは本件投資商品の購入について、Bの勧誘直後にほぼ即決に近い形で取引することを承諾し、Xの投資経験や投資意向を確認することもなく、リスクに影響を及ぼし得る事項の具体的な説明を行わずに本件投資信託の勧誘を行ったこと、これによってXはAから相続したいずれも一部上場有名企業の比較的安価な株式の売戻代金、預金、公社債信託など安定した資産を躊躇なく充てる等して、約2億1630万円を本件投資商品に投じたものである。Xの対応から、Xが本件各取引のリスクについて具体的な認識や理解をしていないことを認識することができたというべきである……。

……もともと売却予定のなかったAの遺産である13銘柄株式の売却代金約7350万円の中から5000万円もの大金を投じて、公社債投資信託に比較してリスクの高い本件1商品を購入しているのである。しかも、Xは、そうすることについて特に不安や疑問を言った形跡はない。このように、元来投資に対して消極的なXが、いきなり5000万円という多額の金員をリスクの高い本件1商品に投資するに至った経緯は不可解であり、この経緯に照らすと、XはBの説明によっても、本件1商品のもつリスクを具体的に理解してはいなかったとみるべきである。Xはリスクを冒してまで投資する意欲は高くなかったこと、当時は平均株価の変動予測が困難な時期であったにもかかわらず、さして検討を加えないまま、また何ら不安をのべずに、Xが本件ノックイン債の仕組みやリスクについて具体的に理解した上で同商品を購入したものとはいいたい……。

逆に言えば、Bが、Xの投資経験と投資意向を十分確認しておれば、Xの能力や経験、理解度に応じて、徐々にリスクの高い投資商品へ移行させ、また、投資額を増やしていくといった対応をすることができたのであり、またそうすべきであったといえることができる。

したがって、Bには本件各取引においてそのリスクの説明を尽くさなかった違法、すなわち、不法行為ないし債務不履行があるというべきである。」

## (3) 被告が賠償すべき損害額および過失相殺の可否について

「Xは、Bの違法勧誘による本件各取引によって、合計4282万8997円の損害を被った……。

……XはBの勧誘を受けた後、何ら熟慮することもなく、Aの資産等の中から大金を投じて、本件各商品を購入し、さらに、その後、Yから送付されてくる報告書類等に、一切目を通すことはなかったのである。加えて、Xは、歯科医の資格を有するだけの知性を備え、相当の理解力と判断力を有し、かつ、本件各取引に前後して多額の株取引等を行うなどの経験を積んでいたのである。したがって、Xが被った損害についてXの側の落ち度も多大であるといわざるを得ない。

そうすると、Xの被った損害のうち、7割を減額するのが相当認められる。したがって、上記損害額から7割を控除した後の1284万8699円はYが賠償すべき損害である。」

Xが控訴。

## 〔判 旨〕 原判決変更、請求一部認容

### (1) 適合性原則違反について

「本件投資商品（6投資信託とスウェーデン輸出信用銀行債）は、いずれもその仕組みが複雑で、理解が容易とはいえない投資商品である。本件投資商品のうち、6投資信託は組入れが予定ないし許容されている株式の累計に照らし、株価変動リスクが大きく、公社債投資信託(MMF)や国内一部上場会社の株式と比較して、また他の投資信託と比較しても、いずれも相対的にハイリスクな投資商品であり、各商品の特性やリスクを良く知っ

た上で、リスクをとっても相当な利益を得ることをねらう積極的な投資意向に適合する投資商品である。また、日経平均ノックイン債であるスウェーデン輸出信用銀行債は、得られる可能性のある利益は利金の限度であるのに、利金程度にとどまらない損失を受ける可能性があり、しかも途中で売却することができないといった制約を負っている……。

……Xは歯科医師の免許を有しているが、経済や投資商品についてはもともと関心が低く、特段の知識を有していたとか、積極的に理解に努めた形跡もない……。

……Bの原告に対する一連の本件投資商品の勧誘は、これまで投資経験がなかったのに、億単位の額を相続し、投資についての知識を持たず積極的な投資意向もないXに対し、Xの投資経験に注意を払わず、Xの投資意向を確認しないまま、Xの意向と実情に反し、堅実な株式投資から転じて、明らかに過大な危険を伴う商品のみ取引に、そして額においても一個人の投資目論書には到底及ばない桁に達する取引へ積極的に誘導したものであり、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引勧誘に該当すると言わざるを得ない。

Xが歯科医師の免許を有することだけで適合性を肯定する根拠となるものではなく、Xが相続による約3億2000万円の資産を有していたことについても、Xの投資経験に注意を払わず、投資意向を確認しないまま、Xの投資意向と実情に反して本件取引を勧誘することを正当化するものではない。

したがって、Bによる本件投資商品の勧誘行為は全体としてXに対する適合性原則違反の不法行為を構成する。

## (2) 説明義務違反について

「Xが各種投資商品の中での本件投資商品の位置づけを理解しないままであり、本件投資商品の仕組みやリスクについて殆ど理解していなかったこと、Xがその代金に充てるために処分した資産との間のリスクの区別ができていなかったことを示すものである。

それにもかかわらず、顧客の投資経験に注意を払わず、投資意向を確認しないことに照らせば、そもそもBは、Xに対して本件投資商品の仕組みやリスクを、Xが理解できていたかについて関心が低く、Xが理解できる

ように説明を尽くそうとの意識をほとんど持ち合わせていなかったと認めることができる。BのXに対する説明義務違反は明らかであり、この点について、Bの勧誘行為は不法行為を構成する。」

## (3) 過失相殺について

「以上のとおり、Bによる本件投資商品の取引の勧誘行為は、適合性原則と説明義務違反の不法行為を構成するところ、投資経験のないXに対し、投資意向をよく確認せず、理解の程度に意を用いることなく勧誘を繰り返したBの違法性は大きい。

他方、Bは、Xに無断で取引をしたものではない。Xにおいても、Bの勧誘に軽々に従わず、商品の仕組みや内容についてBに対し納得できるまで説明を求め、あるいは取引を拒否することは可能であった。投資商品の取引は本来自己の責任と判断に基づいて行うべきところ、本件投資商品の取引の経過、本件投資商品購入金額の大きさに照らせば、当時のXの置かれた状況を考慮しても、XがY会社のブランドを盲信し軽々に本件投資商品の取引を承諾したことは、軽率である。

こうした点を含め、本件に顕われた一切の事情を総合考慮すれば、Xの過失割合を4割として過失相殺するのが相当である。」

## 〔評 釈〕

### 1. 本判決の意義

本判決は、歯科医師免許を有しているとはいえ、証券取引の知識も経験もない60歳前後の女性に投資信託等の投資商品を勧誘した事案において、適合性原則違反による損害賠償責任を認めたものである。本判決は、適合性原則の根拠を特に示していないが、証券取引法43条（現行の金融商品取引法40条1号<sup>1</sup>）は、適合性原則を定めており、それに違反した行為が不

<sup>1</sup> 平成18年6月7日、証券取引法を金融商品取引法とする「証券取引法等の一部を改正する法律」が成立し、同年6月14日に公布された。金融商品取引法40条1号は、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験財産の状況および金融商品取引契

法行為法上も違法となることは、最高裁平成17年7月14日判決<sup>2</sup>の認めるところである。本判決は、Xが歯科医師免許や多額の資産を有していることを理由に投資を煽るべきではなく、証券会社は顧客の投資に対する意向等を重視すべきだったとして、適合性原則違反を認めている。また、本判決は、本件投資信託の勧誘につき、適合性原則違反による不法行為を認めるとともに、説明義務違反による不法行為も認め、結論として、証券会社の担当者の違法性を大きく評価し、過失相殺を4割にとどめており、注目すべきものである<sup>3</sup>。

以下、判旨(1)の適合性原則に焦点をあて、適合性原則に違反するかどうかの判断において、投資商品購入者の投資意向をどのように位置づけるか、適合性原則と説明義務違反の関係をどのように考えるべきかについて検討する。

---

約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」のないように業務を行わなければならないと規定している。

金商法40条1号の内容について、証券取引法43条と比較すると、顧客の「投資の目的」が追加された。もっとも、日本証券業協会の「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規制」に基づき整備が義務づけられている「顧客カード」の記載項目として、従前から「投資の目的」が存在していたことから、実務的に大きな変更が生じるわけではないと解されている。

<sup>2</sup> 最判平成17年7月14日（民集59巻6号1323頁）。最高裁は、オプション取引に係る適合性原則違反が問題とされた事例において、「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となる」「顧客の適合性を判断するに当たっては、単にオプションの売り取引という取引類型における一般的抽象的なリスクのみを考慮するのではなく、当該オプションの基礎商品が何か、当該オプションは上場商品とされているかどうかなどの具体的な商品特性を踏まえて、これとの相関関係において、顧客の投資経験、証券取引の知識、投資意向、財産状態等の諸要素を総合的に考慮する必要がある」と判示した。

<sup>3</sup> 本判決の評釈としては、河津博史・判批・銀法21・697号67頁、神谷隆一・判批・銀法21・700号48頁、黒田直行・判批・JA金法452号48頁がある。

## 2. 適合性原則について

### (1) 適合性原則の根拠

適合性原則とはなにか。平成10年に改正された証券取引法43条によると、証券会社は、有価証券の買付け、売付け、これらの委託等について、顧客の知識、経験および財産の状況に照らして不相当と認められる勧誘を行うことにより、投資者保護に欠けたり、投資者保護に欠けるおそれが生じないように、業務を営まなければならない、とされている。いわゆる「適合性原則」の遵守義務である。

平成4年の証券取引法改正により、適合性原則は、法律に明文化された。もっとも、平成4年の改正では、経営保全命令の根拠事由という形で規定されていたが、平成10年の改正で、証券会社に対する行為規制という形になった。これにより、適合性原則は、直ちに法令違反として評価されることになった。なお、適合性原則自体に罰則はないが、適合性原則違反によって監督是正命令を受けることがあり、また、法令違反として、直ちにその登録・認可を取消される可能性もある<sup>4</sup>。

平成18年の改正により、適合性原則は、金融商品取引法40条1号で規定されることとなった。その立法趣旨について、「金融商品取引業者等の営業実態の中には、収益の向上を急ぐあまり投資者の属性や投資目的等を無視した不当な勧誘等を行って投資者に損害を生じさせている事例を見受けられるが、このような勧誘は、投資者保護上の問題があるのみならず、金融商品取引業における信頼を損ねて投資者を資本市場から離散させ、ひいては資本市場の健全な発展に重大な悪影響を及ぼすおそれがある。そこで、十分な投資者を保護するためには、業者に対し、投資者の知識、経験、財産力、投資目的などから不相当と認められる場合には勧誘を行ってはならないとするルールを定める必要がある」とされている<sup>5</sup>。

適合性原則については、一般に、狭義と広義の二つの意義をもつものと理解されている。狭義の適合性原則とは、ある特定の顧客に対してはいか

---

<sup>4</sup> 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法（第2巻）業者規制（第28条から第66条の26）』（金融財政事情研究会、2009年）373頁参照。

<sup>5</sup> 岸田・前掲注4）373頁。

に説明を尽くしても一定の商品の販売・勧誘を行ってはならないというルールであるとされ、広義の適合性原則とは、業者が顧客の知識・経験・財産等に適合した形で販売・勧誘を行わなければならないというルールであるとされている<sup>6</sup>。

上記の最高裁平成17年判決は、狭義の適合性原則に違反する行為が私法上違法となることを認めたものと理解されている<sup>7</sup>。広義の適合性原則が何を意味するかについては、説明義務の問題として理解する立場<sup>8</sup>と助言義務の問題として理解する立場がある<sup>9</sup>。本判決は、適合性原則と説明義務を別個に扱っており、適合性原則について実質的な助言を問題としているわけでもないの、狭義の適合性原則違反を認めたものと解されるべきである。

上記のように、金商法上適合性原則が定められており、その違反が私法上違法となることは認められているが、私法上、適合性原則違反の行為が違法となる実質的根拠は何であろうか。このことにつき、情報を与えられたとしても合理的な判断をすることが期待できない者について、当該投資

商品のもつ財産喪失の危険性から当該投資者の資産を保護するという財産権保護の要請から、当該投資家を投資取引から排除するということがいわれる。ただし、財産権保護の要請からすれば、当該商品につき不適合であること説明してもなお投資意欲がある投資者については、自己の危険で投資を行うものとして取り扱えばよいとされる。これに対して、投資者の資力面で当該投資による運用リスクを負担させることが過剰であり、生存基盤を脅かすといえる場合には、生存権保護の要請により投資取引から排除することもありうるという考え方もある。この場面では、いかなる説明と情報提供をもってしても、投資不適合という性質が補完されないから、説明をした後で当該投資者が投資意欲をもっていても取引から排除すべきであるとされる<sup>10</sup>。

## (2) 適合性原則の内容

### ① 下級審裁判例における適合性原則の捉え方

以上のように、狭義の適合性原則は認められてきているが、本判決との関連で問題となるのは、狭義の適合性原則に違反したかどうかの判断基準において、投資意向がどのように扱われるかという点と、狭義の適合性原則と説明義務の関係である。

狭義の適合性原則と説明義務の関係について、従来の裁判例は、適合性原則違反と説明義務違反を同時に認定して、損害賠償責任を認めるものが多いとされている。おおよそ、以下の3つの類型に分類できると思われる。①適合性原則違反と説明義務違反をそれぞれ認定して、損害賠償責任を認めるもの<sup>11</sup>、②説明義務の中に適合性原則を組込んで判断するもの<sup>12</sup>、③適合性原則に照らして必ずしも適切とはいえない勧誘があったと認定した場合に、顧客の適合性が低い場合には高度の説明義務を要するとし、説明

<sup>6</sup> 金融審議会第一部会「中間整理（第一次）」（平成11年7月6日）17頁以下。

<sup>7</sup> 宮坂昌利・判批・曹時60巻1号（2008年）229頁、黒沼悦郎・判批・平成17年重判解（ジュリ1313号、2008年）120頁等。

<sup>8</sup> 説明の問題とするものとして、中田裕泰「特定預金等契約における銀行の行為規制」現代消費者法1号（2008年）11頁、山本顯治「変額保険契約の勧誘をめぐる行為規則と組織規制」斉藤彰編『市場と適応』（2007年）91頁、山田剛志『金融自由化と顧客保護法制』（2008年）82頁等がある。

なお、説明義務の問題と関連して、金融商品販売法3条1項は、「金融商品販売業者等は、金融商品の販売等を業として行おうとするときは、当該金融商品の販売にかかる金融商品の販売が行われるまでの間に、顧客に次に掲げる重要事項を説明しなければならない」と規定し、また同法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」と規定し、説明義務を果たすための説明の方法及び程度について、広義の適合性原則に法律上の位置づけを与えたとみえる。

<sup>9</sup> 助言の問題とするものとして、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＝内田貴編『継続的契約と商事法務』（2006年）184頁、吉田克己「市場秩序と民法・消費者」現代消費者法1号（2008年）75頁等がある。

<sup>10</sup> 潮見佳男『契約法理の現代化』（有斐閣、2001年）120頁～122頁参照。

<sup>11</sup> 大阪地判平成6年12月20日（判時1548号108頁）、と東京地判平成9年11月11日（判タ955号295頁）等がある。

<sup>12</sup> 川島いづみ・判批・別冊ジュリスト194号（2008年）181頁。大阪地判平成6年2月10日（判タ841号271頁）、千葉地判平成12年3月29日（判時1728号49頁）。

義務違反の問題として扱うもの<sup>13</sup>、である。

次に、投資意向の扱いに関連して、適合性原則違反を認定した裁判例のほとんどは、適合性の判断において、商品のハイリスク性を考慮しつつ、①顧客の能力（知識・経験・理解力）を重視した事案<sup>14</sup>、②顧客の投資目的や意向を重視した事案<sup>15</sup>、③顧客の財産状態（資金の性格）を重視した事案<sup>16</sup>などに分類することができるように思われる。

## ② 学説の状況について

適合性原則については様々な学説があるが、以下では、代表的な立場である潮見教授と川浜教授の見解をもとにして、若干の分析を行う。

まず、適合性原則違反かどうかの判断について、潮見教授は、上記の財産権保護という立場から、適合性原則は当該取引の対象とされる投資商品のもつ財産喪失の危険性が当該投資者の保有する資産ないし財産的基盤との関係でどれほどの質的・量的規模のものであるかという点に着目して構想されているものであるから、一般的・抽象的にとらえられるという性質のものではなく、具体的投資者の資産状況を考慮し、投資商品、投資目

---

<sup>13</sup> 清水俊彦『投資勧誘と不法行為』（判例タイムズ社、1999年）434頁参照。この類型の代表例として、名古屋簡判平成5年6月30日（判タ848号266頁）、東京地判平成6年9月8日（判時1540号72頁）等がある。両判決は、いずれも、証券会社の担当者は十分な説明をなし、投資家の理解を得ているならば、勧誘を行ってもよいとしたものと思われる。

<sup>14</sup> 千葉地判平成12年3月29日（判時1728号49頁）、京都地判平成14年9月18日（判時1816号119頁）、東京高判平成15年4月22日（判時1828号19頁）、東京地判平成15年5月14日（金判1174号18頁）等がある。金融商品の著しいハイリスク性が問題となる事案では、顧客に高度の情報収集力・分析力・判断力が要求される。

<sup>15</sup> 安全な投資意向を希望する顧客、あるいは、以前からリスク性が低い投資取引を行っていた顧客に対して、十分な説明を尽くさずにハイリスクの商品を勧誘した事案において適合性原則違反を認定したものとして、大阪高判平成9年6月24日（判時1620号93頁）、東京高判平成10年12月10日（判タ1053号173頁）（原審は前掲注11）東京地判平成9年11月11日）、奈良地判平成11年1月22日（判時1704号126頁）等がある。

<sup>16</sup> 顧客の投資資金の性格を重視する裁判例として、名古屋簡判平成5年6月30日（判タ848号266頁）、東京地判平成7年4月18日（判時1570号81頁）、大阪地判平成11年3月30日（判タ1027号165頁）等がある。

的および投資規模との相対的関連でとらえられる必要があるとされる<sup>17</sup>。このような観点からすれば、投資意向にあっているかどうかは、投資者の能力不足や経験不足を前提として、当該商品の危険性から財産を保護すべきかどうかを判断する際の要素のひとつということになる。

また、この立場によると、狭義の適合性原則と説明義務との関係については、次のような整理がなされている。すなわち、説明義務は、自己決定基盤を整備するための法理であり、説明義務レベルで問題とされている法技術は、自己決定原則の機能回復に向けられた原理に支配されているという。狭義の適合性原則は、自己決定原則が機能不全に陥っている場合に、投資者を保護する法理であるとする。この意味での適合性原則は、自己責任原則の妥当する証券取引市場での適格性を有しない投資家を、後見的配慮に基づいてそこから排除することによって保護しようとするルールとして位置づけられる<sup>18</sup>。したがって、この立場では、適合性原則と説明義務は明確に別個のものとして位置づけられているといえよう。

なお、この立場は、財産権保護に基づく適合性原則について、不適合な投資商品であっても、業者が当該投資商品のもつ潜在的危険性の程度と規模につき積極的に十分に説明することによって、不適合性が補完される余地を認める<sup>19</sup>。このことからすれば、不適合性を補完するような説明がなされなかったことから適合性原則違反を認めることもありうるといえよう。しかし、不適合性を補完する説明は、義務として求められるものではなく、業者が自発的にこのような説明を行えば不適合性が補完されるというものとして位置づけられているので、この場合に説明義務違反が問題となるわけではない。

適合性原則と説明義務の関係について、この立場からは、適合性原則は自己責任原則が妥当する市場における適格性をもたない投資家を市場から排除するものであるから、適合性原則違反である場合に重ねて説明義務が問題となる余地はない、という理解がありえるように思われる。説明義

---

<sup>17</sup> 潮見・前掲注10)121頁。

<sup>18</sup> 潮見・前掲注10)120頁。狭義の適合性原則と説明義務は理論的には別個のものということになる。

<sup>19</sup> 潮見・前掲注10)121頁。

務は、市場における適格者について、自己決定基盤を整備するものと理解することになる。しかしながら、たとえば、不適格者に対して説明をしたが、その説明が不十分であった場合に、理論的には、不適合性を補完するには至らなかったのか（適合性原則違反）、適合性を獲得したが自己決定基盤を整えるだけの説明には足りなかったのか（説明義務違反）は、問題になりうるようにも思われる<sup>20</sup>。

他方、適合性原則違反と説明義務違反は同時に問題になりうる、という理解もありうる。つまり、ある投資商品について自己決定基盤を整備するための説明義務が必要であることは、その商品が顧客に適合しているかどうかとは別のことなのだから、不適格な顧客に説明することなく商品を販売した場合は、適合性原則違反と説明義務違反の両方を同時に観念することができる、という考え方である。適合性原則は、顧客の投資目的や財産状態を問題とするが、説明義務は、顧客の取引についての正確な理解を確保するためのものであり、投資目的や財産状態にはかわらない、とする見解<sup>21</sup>は、このように整理できるようにも思われる。

川浜教授は、適合性原則について、以下のように述べられる。投資家と証券会社間には情報等の非対称性があるにもかかわらず、市場が円滑に機能するのは業者に対する信頼が成立するからであり、この信頼を法的に担保するために諸規制がある。業者も信頼から利益を得ている以上信頼を裏切った場合の民事賠償等を受け入れる必要がある。さらに、投資家が直面するのは情報の非対称だけでなく、極度に不確実な状況でもあり、そこにおける行動の基礎としてのリスク把握は、しばしば、他者、とりわけ専門家として信頼する者の介入に著しく影響される。この場合、情報量が同じであっても、その情報の提供方法が意思決定に与える影響は大きい。情報提供が必要なだけでなく、投資勧誘それ自体を含む情報提供の仕方それ

<sup>20</sup> 不適合性を補完するために必要な説明と自己決定基盤を整備するための説明が必要とされる内容をどのように理解するかという問題だともいう。不適合性が補完されたといえる程度の説明がなされたといえるためには、自己決定基盤を整備するために必要な程度の説明は当然になされていなければならないということになるのかもしれないが、この点については立ち入らない。

<sup>21</sup> 神崎克郎「証券会社の投資勧誘における注意義務」民商113巻631頁（1996年）。

自体が適切な形で行われなければならない<sup>22</sup>。

川浜教授の見解によれば、適合性原則は、情報開示だけでは不十分な局面で意味をもつのであり、証券投資の勧誘過程では、形式的には情報開示が尽されたような外観があっても、提供された情報ではなく勧誘それ自体によって投資意向が左右されるという。このような状況では、情報開示型の投資勧誘規制は役に立たないと指摘する。そもそも、適合性原則は、事業者側に課せられた義務であり、投資者の適合性を判断するとき、「適合性原則は投資家の投資決定より勧誘する側の判断を重視するパターンリスティックな原則ともいえる」とされる<sup>23</sup>。

また、適合性原則は、投資能力や財産負担力のみならず、投資家の意向にも関連するのだから、証券会社の推奨への信頼が適合性原則の基礎にあるが、その信頼によって予想しにくい危険に曝されかねない投資家に対しては、当該投資によっていかなる状況におかれるのかを適切な形で伝達することが肝要であるとされる<sup>24</sup>。必ずしも定かではないが、適合性原則には不可避免的に投資家の主観的意図が関わってくるとされていることから、ここでは、投資意向にあっていない商品を勧誘することは原則として適合性原則に違反する、というように、かなり投資意向が重視されているようにもみえる。

潮見教授の立場では、（生存権保障の問題は別とすれば）合理的な投資判断ができない者を、当該投資商品による財産喪失の危険性から保護するための法的手段として適合性原則を観念するのだから、投資市場に適合しているかどうかの総合判断において、投資意向は考慮されるものの<sup>25</sup>、重

<sup>22</sup> 川浜昇・判批・民商113巻4・5号（1996年）642頁、643頁参照。

<sup>23</sup> 川浜・前掲注22)644頁。また、川地宏行「投資勧誘における適合性原則（二・完）」三重大学法経論叢18巻2号（2000年）35頁。

<sup>24</sup> 川浜・前掲注22)654頁。投資意向との関連では適合性原則は説明義務の問題として処理すべきであるとする川浜教授は「自己決定原則と適合性原則は、適合性から乖離している状況のものであればあるほど、当該投資に関してその危険性を正しく判断できるような形で説明を行わせることによって付けられる。…適合性から離れた推奨に帰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、投資商品の属性を良く理解できるような状況下に置かれるべきである」とされる。

<sup>25</sup> 適合性原則の意義について多様な見解があってニュアンスが異なるものの、当該

要な要素は、判断力・資産・投資規模になるように思われる<sup>26</sup>。

これに対して、川浜教授の立場では、投資意向にあっていない商品を購入すること、すなわち、顧客が想定していない程度の危険性がある商品を購入することで、想定していない程度の危険に曝されることが問題とされているように見える。つまり、投資意向にあっていない商品の購入だけでも保護の対象になると考えているように思われる<sup>27</sup>。もっとも、投資意向にあっていれば問題はないとして、投資意向のみを問題とするものではない。顧客の能力や資産状況も問題であるとともに、危険な商品により財産が危険に曝されることも問題ではあるが、さらに、意向にそぐわない商品を合理的判断ができない状況で購入することも問題である、とみているのではなかろうか。

潮見教授と川浜教授のそれぞれの立場において、投資意向の位置づけに応じて、具体的な結論としてどのような違いがもたらされるのかは必ずしも定かではないが、一般論として、投資意向の位置づけに差異があるように思われる。

また、川浜教授は、投資意向に適合していない場合の処理として、情報開示の充実によって解決すべきだと提唱する<sup>28</sup>。これは、投資意向に適合しているかどうかの判断が困難なので、投資意向に適合しているかどうかは、法技術的に説明義務の問題として処理することを示唆しているのではないと思われる。つまり、投資意向の適合性について、少なくとも実践的には、投資意向に適合しているかどうかで違法性を判断するのではなく、十分な説明がなされているかどうかで判断するということであり、適合性原則を問題としないとするものではなかろうか。この立場は、原則として、

---

顧客の投資経験、投資目的、財産状態という三つのファクターが含まれていることにはほぼ一致している。

<sup>26</sup> このような立場として、尾崎安史「裁判例から見た商品先物取引委託者の適格性」判タ774号40頁以下（1992年）、村本武志「ワラント裁判例の現状と問題点-違法性判断と損害を中心として」ジュリスト1076号（1995年）。

<sup>27</sup> 投資意向を重視するものとして、清水・前掲注13）429頁、神崎・前掲注21）618頁。

<sup>28</sup> 川浜・前掲注22）645頁。

事案によって当該顧客の属性等に応じて、理解されるために適当な方法・程度による説明を行う必要があるという。

### 3. 本判決の具体的検討

#### (1) 適合性原則違反の判断基準

本判決は、証券取引における適合性原則について、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせる行為が不法行為上も違法となるとするが、この一般論には、とくに異論はないものと解される<sup>29</sup>。

原審は、「原告自身は相当の資力を有し、かつ、本件各取引をするのに必要な判断力や理解力を備えていたのであり、一定の投資意欲を持っていたのであるから」、原告がおよそ本件各取引を自己責任で行う適性を欠き、証券取引市場から排除されるべき者であるとして、そもそも本件各取引の勧誘をしてはならない顧客であったとはいえないと判断した。ここでは、原告の投資意向に合致すると認定されている。

これに対して、本判決は、まず、本件投資商品の特性について、いずれも相対的にハイリスクな投資商品であり、各商品の特性やリスクを良く知った上で、リスクを取っても相当な利益を得ることを狙う積極的な投資意向に適合する投資商品であると説示している。そして、顧客の適合性を判断するに当たっては、原告側の証券取引の知識、投資経験、財産状態、投資意向等を具体的に検討し、①原告が投資取引に関する経験を有していなかったこと、②投資勧誘者が堅実な株式投資から明らかに過大な危険を伴

---

<sup>29</sup> 証券取引において、投資者が、適合性原則に違反する勧誘によって損害を受けたとして、かつての証券会社に対して訴訟を提起する訴訟が相次いだ。多くの投資者は、証券会社の営業員の顧客に対する勧誘が適合ではないと主張し、不法行為または債務不履行に基づいて損害賠償を請求しているようである。

適合性原則は、平成10年証券取引法改正で初めて禁止規定となった。そこで問題となったのは、適合性原則違反行為があったとき、これが行政上の命令規定違反にあたるか民事上の規定違反にあたるかということである。この問題は、最高裁の平成17年7月14日判決によって、一応の決着がみられた。

う商品へ切り替えさせたこと、③投資勧誘者が取引商品について何ら説明をしていないことといった点に着目して、本件取引商品が原告の投資意向に合っていないと判断したようである。換言すれば、顧客に資産があり能力に問題がなかったとしても、投資経験がなく、投資に関し特段の知識を有しておらず、積極的な投資意向をもたず、積極的投資をする状況になかった者に対し、かかる投資商品を勧誘して短期間に多額の取引をさせることは適合性原則に違反するとして、不法行為責任の成立を肯定した<sup>30</sup>。以上のことから、原審判決と本判決においては、顧客に十分な財産的能力があったという前提の下で、投資意向に合っていない勧誘が適合性原則違反になるかどうかについての判断が異なっている。

一般的に、ワラント取引等との比較では、投資信託はリスクが低いものとされている。また、本件の事案は、投資規模は大きいものの、かなりの資力があつたというものであり、上記の潮見教授の立場からすると、市場から排除することで財産権を保護すべき場合であると評価しないことも考えられる。

これに対して、投資意向とあっているかどうかを重視する立場であれば、本件の顧客は穏当な投資意向しかもっていなかったのに、投資信託の中でも比較的ハイリスクな商品を勧誘し購入させたことは、投資意向にあつていない商品を勧誘して購入させたということであり、この点で顧客を保護すべきであるという評価も可能であろう。本判決は、本件で問題となった投資信託について、国内一部上場株式または他の投資信託と比較して相対的にハイリスクな投資商品であるとしており、後者のような考え方に立っているものといえよう。

もつとも、投資意向とあっているかどうかを重視するとしても、投資意向とあつていないことから顧客を法的に保護すべきといえるのは、典型的には高い投資リスクがある場合であろう。原審は、原告にもある程度の投

<sup>30</sup> 本判決は、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは不法行為上も違法となるとしている点、顧客の適合性を判断するにあつては、具体的な商品特性を踏まえてこれとの相関関係において、顧客の投資経験・投資商品の取引知識・投資意向・財産状態などの諸要素を総合的に考慮する必要があるとしている点において、平成17年最高裁判決の判示した内容を踏襲している。

資意向があつたことをもって本件投資商品は原告の投資意向と合っていると判断したが、本判決は、商品の具体的な特性も考慮すべきであるとしたうえで、本件商品のリスクに関する評価、原告の投資経験、取引後原告の行為態様等の要素を総合的に考慮して、本件の勧誘が原告の投資意向と合っていないという判断を下している。

適合性原則については、現在、消費者取引一般への導入の是非が議論されているが、もともと投資リスクがあるからこそ、顧客の保護が問題となったのであつて<sup>31</sup>、あらゆる商品の購入において、意向と合わない商品を買ってしまうことはよくあることであり、投資商品を離れて、あらゆる商品の購入について顧客を保護する必要があるわけではない。商品が複雑であり、顧客が理解することが困難であることも顧客保護の必要性を認める根拠の一つだが、投資リスクという危険性が存在することも重要であろう。このことからすれば、本件でポイントとなるのは、本件のような投資信託商品のリスクをどのように捉えるか、ということであろう。

また、投資家の投資意向と「具体的な商品の特性」とのズレにより適合性がないと判断する場合には、投資意向とのズレがどの程度あれば証券会社に責任を負わせるか、という問題について、ある程度具体的な基準を示すべきではないかと思われる。本判決は、そのような基準を明らかにしないまま、資力は十分あるが取引経験・知識・積極的な投資意向のない者に対し本件商品を勧誘してはならないとして、いきなり証券会社に責任を負わせ、顧客を本件商品の取引市場から排除するようにみえる点で妥当ではないように思われる。

## (2) 適合性原則の違反と説明義務との関係について

原審判決と高裁判決とは適合性原則違反を認めるかどうかの点で結論が異なっている。上記のように、本判決は、狭義の適合性原則違反を認めたものと解される。なお、顧客の適合性の欠缺につき証券市場から排除されるべき者にあたるかどうかの判断については明言していないけれども、実質的には、Y証券会社の担当者Bは、Xの投資意向を無視して、危険性が

<sup>31</sup> 潮見・前掲注10)117頁、瀬川信久「消費者法と民法」経済法学会年報29号(2008年)96頁。

大きく、かつ、多額にのぼる商品を勧誘してはならない、としたものと思われる。リスクの高い商品を次々に勧誘して購入させたことは、投資意向にあってないため適合性の原則に反すると認められる、と解しているのではなかろうか。

適合性原則と説明義務の関係については、上記のように、いくつかの整理の仕方がありうる。理論的には、狭義の適合性原則を適用すれば、そもそも勧誘すべきではないから、説明義務は問題にならないと考えるのがもっとも明快であるように思われる。市場から排除すべき者であるかどうかは先決問題であって、排除するべきと判断された者については、説明義務を観念する余地はないということである。

ただし、投資意向と適合しているかどうかを重視する川浜教授から、投資意向にあっていないかどうかの問題は、情報開示で処理すべきであるとの主張がなされており、この考え方によれば、実践的には投資意向については、適合性原則ではなく説明義務で判断するべきことになる。本件は、投資意向とあっていないことを問題とする事案であり、その点からすれば、法技術的には、適合性原則ではなく説明義務の問題として処理することが適切であるようにも思われる<sup>32</sup>。

ところで、本判決は適合性原則違反による不法行為を認めた上で、さらに説明義務違反による不法行為も認めている。その理由は、実質的には過失相殺割合をどの程度にするかという判断にあるように思われる。原判決は、適合性原則違反を認めず、説明義務違反による損害賠償責任につき過失相殺の割合を7割としたが、高裁判決は、適合性原則違反による不法行為を認定したうえで、説明義務違反による損害賠償責任を認め、過失相殺の割合を4割に変更した。本判決では、過失の認容率が5割を超えることの重大さが十分意識されたのではないかとと思われる。

従来の下級審判決において適合性原則が認定された裁判例では、過失相殺に消極的な傾向が見られ<sup>33</sup>、過失相殺を否定した裁判例の占める割合が

<sup>32</sup> 川地宏行「ドイツにおける投資勧誘者の説明義務違反について」三重大学法経論叢13巻1号119頁。

<sup>33</sup> 川地宏行「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任(2)」専修法学論集97号、2006年)42頁。例えば、神戸地判平成12年7月17日(判時1739号90頁)では、

かなり高い<sup>34</sup>。その理由は明らかにされていないが、適合性原則違反は説明義務違反よりも違法性が高いということが根底にあり、それが過失相殺に消極的な裁判所の姿勢に結びついているものとの指摘がある<sup>35</sup>。

本判決は、4割の過失相殺を認めたものの、その割合は、原審よりも大幅に低くされている。本判決は、このことに正当性をもたせるために、過失相殺になじみにくい適合性原則違反をあえて認めたようにも思われる。しかし、投資意向は説明によって変わるということもありうるのであって、投資意向との関係で適合性原則違反を認定することは困難さをともなうことからすれば、説明義務によって処理する方が理論的には妥当ではなかろうか。

---

ワラントを勧誘された4名の顧客のうち、適合性原則違反が認定された顧客について2～3割の過失相殺を行い、適合性原則違反が否定され説明義務のみが認定された顧客については4～7割の過失相殺した。東京地判平成15年5月14日(金判1174号18頁)は、外国のIT関連株について、適合性原則違反を認定した3割の過失相殺をしたが、日本IT関連株については、適合性原則違反を否定する一方で、説明義務違反を認定して7割の過失相殺をした。

<sup>34</sup> 本判決の判断と同様に、説明義務違反と適合性原則違反がそれぞれ認められた大阪地判平成6年12月20日(判時1548号108頁)と前掲注11)東京地判平成9年11月11日(判タ955号295頁)(過失相殺なし)は、いずれも顧客の証券会社に対する損害賠償請求をほぼ全額認めている。

<sup>35</sup> 川地・前掲注33)41頁。