

《判例評釈》

適合性原則違反を理由とする不法行為の成否

加藤 雅之

最高裁平成一七年七月一四日第一小法廷判決

（平成一五年（受）第一二八四号損害賠償請求事件）民集五九卷六号一三三三頁

〔事実〕

水産物卸売りを業とするX株式会社（資本金一億二〇〇〇万円）は、当面使用する予定のない資金を証券取引で運用することとし、昭和五九年九月、A証券会社に運用資金五億円を預託して、本件取引を開始した。この取引においては、Xの意思決定につき代表取締役Bないし専務取締役Cが担当していた。Bは、株式の現物取引、信用取引、先物取引、ワラント取引等を経験しており、証券取引の知識を有していた。また、Cは本件取引を通じて一般的な証券取引の知識を有することとなった。

本件取引は、株式等現物及び中期国債ファンドの売買の取引に始まり、順次、取引商品の種類と金額を拡大していった。Xは、昭和五九年九月から同六〇年三月にかけて、株式等現物及び中期国債ファンドの売買により約二一〇〇万円の実現益を挙げ、その後平成元年七月までに現物取引のほか、信用取引、国債先物取引、外貨建てワラント取引、株式先物取引などを行い、売買総額は年間二〇〇から四〇〇億円となり、昭和六三年度には、実現益約一億五八八〇万円と本件取引期間中最高の利益を計上した。

平成元年六月に大阪証券取引所において株価指数オプション取引の一つである日経平均株価オプション取引が開始されたので、同年八月、Aの担当者の勧誘によってXはコールオプションの買い取引を開始した。その際、Aの担当者は、BおよびCに対して取引の概要とともに、オプションの買い取引の場合は投資金額を全額を失うことはあるが、損がそれ以上に拡大することはないこと、オプションの売り取引の場合は損失が無限大に広がる可能性があることなどを説明した。その後、Xは保有証券に多額の含み損を抱える中で運用益を上げるために、平成三年二月から平成四年四月までの間に、Aの担当者Bの勧めに従い、オプションの売り取引を行うようになった。このとき、Bは損失が一〇〇〇万円以上になったら取引をやめる旨をAの担当者に告げていたが、最終的に通算約二億七二一萬円の損失を計上し、Xは本件取引を終了した。

Xは、以上の取引について、Aの担当者の行為について、オプション取引に係る適合性原則違反、顧客にできぬかぎり損失を被らせないようにすべき義務違反、説明義務違反等があったと主張し、Y（Aから証券業務に関する営業を承継し、本件訴訟を引き受けた）に対し、不法行為による損害賠償を求めた。

第一審東京地裁平成一三年七月二七日判決（判例集未搭載）は、Xの請求を棄却。原審において、適合性原則違反が主要な争点となった。

原審（東京高裁平成一五年四月二二日判決）は、オプションの売り取引についてのみ、取引の仕組みが複雑であり、リスクが無限大であることから、適合性原則に対する違反を認め、不法行為責任を肯定しXの請求を一部認容した。原審は、オプションの売り取引について以下のように判示する。「コールオプションであれプットオプションであれ、それらのオプションを売る取引は、利益がオプション価格の範囲に限定されているにもかかわらず、現資産価格の変動の方向によっては、無限大あるいはそれに近い大きな損失を被るリスクを負担するというものであるから、そのようなリスクを限定し、あるいは回避するための知識、経験、能力を有しない者がこれを行うことは、極めて危険かつ不合理な取引であるというべきである。したがって、証券会社の外務員が、オプションの売り取引に伴う損失のリスクを限定し、あるいは回避するための知識、経験、能力を有しない顧客にオプションの売り取引を勧めてこれを行わせることは、特段の事情のない限り、適合性の原則に違反する違法な行為と言わざるをえない」。その上で、BおよびCについてオプションの売り取引のリスクを限定し、または回避するための知識、経験、能力を有していたとは認めることができず、オプションの売り取引を勧めることが適合性の原則に違反しないこととなる特段の事情もないとして、Yの不法行為責任を肯定した。

〔上告理由〕

売り取引を含むオプション取引は、証券取引所の上場商品であり、機関投資家のみならず、それ以外の一般投資家への勧誘も行われており、また適正なリスク管理が制度的に保証されるよう、法律上の規定が整備されている。したがって、原審のように一般投資家について適合性を否定することは、証券取引の実務慣行からみて妥当でない。

また、公法上の取締法規違反の行為が、私法上も直ちに違法となると解することは、民法七〇九条の解釈を誤ったものである。

〔判旨〕

破棄差戻し

「これら（注、適合性原則を定める諸規定）は、直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのものではあるが、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と解するのが相当である。

そして、証券会社の担当者によるオプションの売り取引の勧誘が適合性の原則から著しく逸脱していることを理由とする不法行為の成否に関し、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すべきである。これを本件についてみるに、確かに、オプション取引は抽象的な権利の売買であって、現物取引の経験がある者であっても、その仕組みを理解することは必ずしも容易とはいえない上、とりわけオプションの売り取引は、利益がオプション価格の範囲に限定される一方、損失が無限大又はそれに近いものとなる可能性があるものである。また、各種の証券取引の中でも極めてリスクの高い取引類型であることは否定できず、その取引適合性の程度も

相当に高度なものが要求されると解される。しかしながら、本件で問題となっている日経平均株価オプション取引は、証券取引法二条二二項に規定する有価証券オプション取引に当たるとして、いわゆるデリバティブ取引の中でも、より専門性の高い有価証券店頭オプション取引などとは異なり、証券取引所の上場商品として、広く投資者が取引に参加することを予定するものである。すなわち、日経平均株価オプション取引は、その上場に当たり、大蔵大臣の承認（平成九年法律第一〇二号による改正前の証券取引法一一〇条）を通じて、投資者保護等の観点からの商品性についての審査を経たものであり、また、基礎商品となる日経平均株価やオプション料の値動き等は、経済紙はもとより一般の日刊紙にも掲載され、一般投資家にも情報提供されているなど、投資者の保護のための一定の制度的保障と情報環境が整備されているところである。さらに、平成一〇年法律第一〇七号による改正前の証券取引法四七条の二（現行法の四〇条一項参照）は、有価証券オプション取引など、一般投資家の保護の観点から特に当該取引のリスクについて注意を喚起することが相当と考えられる類型の取引に関し、証券会社は、いわゆる機関投資家等を除く顧客に対し、契約締結前に損失の危険に関する事項等を記載した説明書をあらかじめ交付しなければならない旨を定めるが、この規定は、専門的な知識及び経験を有するとはいえない一般投資家であっても、有価証券オプション取引等の適合性がないものとして一律に取引市場から排除するのではなく、当該取引の危険性等について十分な説明を要請することで、自己責任を問い得る条件を付与して取引市場に参入させようとする考え方に基づくものと解される。そうすると、日経平均株価オプションの売り取引は、単にオプションの売り取引という類型としてみれば、一般的抽象的には高いリスクを伴うものであるが、そのことのみから、当然に一般投資家の適合性を否定すべきものであるとはいえないというべきである。」

そして、Xの側の投資経験等の事情を総合すれば、「Xが、およそオプションの売り取引を自己責任で行う適

性を欠き、取引市場から排除されるべき者であったとはいえないというべきである」として、Yの不法行為責任を否定した。

裁判官才口千晴の補足意見

「……本件においては、証券会社の指導助言義務について改めて検討する必要がある。すなわち、Xのような経験を積んだ投資家であっても、オプションの売り取引のリスクを的確にコントロールすることは困難であるから、これを勧誘して取引し、手数料を取得することを業とする証券会社は、顧客の取引内容が極端にオプションの売り取引に偏り、リスクをコントロールすることができなくなるおそれが認められる場合には、これを改善、是正させるため積極的な指導、助言を行うなどの信義則上の義務を負うものと解するのが相当であるからである。」

〔評釈〕

一 証券会社による投資勧誘に関するいわゆる適合性の原則 (suitability rule) は、「顧客の知識、経験及び財産の状況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」とならないよう業務を営まなければならないとする原則であり、旧証券取引法四三条一号が規定している。<sup>(1)</sup>これは、証券会社の業務規制としての性質を有しているが、私法上の効果については明文規定が存在しない。バブル経済崩壊後、投資勧誘をめぐる紛争が増加する中で、説明義務違反事例に関連して適合性原則違反の勧誘行為に関する私法上の効果について争いがあったところ、<sup>(2)</sup>本判決は最高裁としてはじめて適合性原則違反が不法行為責任を構成するとした。本判決は、適合性原則を証券取引に関する公法上の規制と位置づけた上で、適合性原則から著しく逸脱する勧誘行為が

不法行為責任を構成するとした。もつとも、本件の事案のもとでは投資者側が証券取引について相当の経験・知識等を有していたことを理由として、適合性原則違反はなく、証券会社の損害賠償責任は否定されると判示した。以下では、適合性原則の私法上の位置づけについて本判決の論理を検討するとともに、投資勧誘の場面で問題となる説明義務との関係について検討する。なお、平成一七年六月の証券取引法改正によって、適合性原則は金融商品取引法に規定されることとなっているが、以下では旧規定を前提として考察を加える。

二 適合性原則の目的は、一般投資家への市場開放の中で、自己責任原則の妥当する自由競争市場での取引耐性のない顧客を市場から排除することによって保護することにあるとされている。<sup>(3)</sup>

同原則は、アメリカにおいて証券取引業者の投資勧誘上の義務に関する理論として発展し、自主規制機関の規則という形態をとって定められている。<sup>(4)</sup> わが国では、平成四年の証券取引法改正により同法に取り入れられ、その後、平成一〇年に証券会社の業務規制という位置づけで同法四三条一号に規定されるにいたった。<sup>(5)</sup> これにより、証券会社による無差別勧誘が是正されることとなった。適合性の原則に違反した投資勧誘がなされた場合、証券会社や外務員に対して行政処分がなされる（旧証券法五六条一項三号・六四条の五第一項二号）。しかし、適合性原則に違反する勧誘行為の私法上の効果について、明文規定は存在しなかった。この点につき、下級審裁判例には同原則違反を理由として損害賠償責任を肯定するものもみられた。<sup>(6)</sup> 学説も、著しく適合性を欠く投資勧誘行為が私法上も違法となると解する見解が存在しており、<sup>(7)</sup> 不法行為責任に基づく損害賠償責任を肯定していた。もつとも、説明義務が合意の瑕疵論との連続性の中で説明されるのに対して、適合性の原則違反が合意の効力を否定することまで認める見解はなく、業務規制たる適合性原則が私法上の違法を構成するかが議論の焦点であった

といえる。<sup>(8)</sup>

この点、適合性原則は業務規制という位置づけであるため、同原則違反が直ちに私法上の効力を導くことはいとしても、民事責任の帰責根拠となりうることもまた否定し得ないであろう。この点、旧証券取引法が投資者の保護を目的としている以上（同法一条）、証券会社と投資者の取引につき、適合性原則に違反して投資者に損害が生じるような場合には、証券会社の投資勧誘行為が不法行為となりうることは妥当であると思われる。すなわち、証券取引法などの業務規制を私法秩序とは別個と捉えながらも、一定の範囲で私法上の効果を認めることは妥当であると思われる。すなわち、業務規制そのものが私法上の効力を有するものではなく、その意味で公法私法の機能分化を維持しつつも、業務規制の根拠などから不法行為責任を認めることが妥当であろう。

かかる帰結の根拠付けとして、取締法規と不法行為責任との関係について、これを国家による基本権保護として位置づける見解が注目される。すなわち、かかる見解によれば、基本権の侵害を防止することを目的とした法令について、基本権をその侵害から保護することを目的とするものであるかぎり、同じ目的を有する不法行為法においてこうした法令を考慮することは当然であるとされる。<sup>(9)</sup> 本判決もこうした理解を前提にしていると考えることができる。

三 適合性原則は投資家の保護を目的とするものであり、これに対する違反が不法行為責任を発生させるとすると、説明義務との関係が問題となる。とりわけ本件のような投資取引においては、従来から事業者の説明義務を根拠として、損害賠償責任が肯定されてきた。<sup>(10)</sup> 説明義務の根拠は、表意者の意思決定の機会を保護することにより自己責任原則を維持する点にあると考えられるが、<sup>(11)</sup> 適合性原則も同様に理解されるべきものであろうか。



適合性原則と説明義務の関係について、従来の下級審裁判例および学説は大きく二つの立場に分けることができる。<sup>(12)</sup> 一つは、適合性原則違反の判断を信義則上の説明義務に還元する構成である。適合性原則を説明義務の判断要素とするものであり、この立場を貫くと証券会社が十分な説明を貫くことによって、適合性原則に適った勧誘行為となる。したがって、表意者の自己決定を担保する一つの材料として適合性原則を位置づけることとなり、結局は説明義務に還元されることとなる。<sup>(13)</sup> 従来の下級審裁判例の中には、こちらの立場に立ち、適合性原則を説明義務との連続性の中で理解していると思われるものがある。<sup>(14)</sup>

他方で、説明義務違反と適合性原則を別次元で捉える考え方もあり、これ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パターンナリストイックな原則とされる。<sup>(15)</sup> すなわち、適合性原則は、顧客の事情に配慮すべきことは定めており、いくら説明を理解する能力を有していても本来的に勧誘すべきでない顧客がいることを予定していると解される。<sup>(16)</sup>

本判決は、後者の立場を採用し、適合性原則と説明義務を別個の原理に基づくものであると捉えるものである。このことは、本判決が顧客の適合性を判断するにあたり、オプションの売り取引の「具体的な商品特性を踏まえて」、「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」している点から明らかである。したがって、リスクの高い証券取引において取引耐性のない当事者を排除することが適合性原則の意味であり、説明の程度や意思決定の機会の確保と次元を異にするものである。

すなわち、説明義務が合意の形成過程に関わる問題であるのに対して、適合性原則は合意形成以前の段階で生ずるものであり、自己決定規範が妥当しない、取引耐性のない当事者を取引に勧誘しないという一般的な義務を形成しているのである。両者ともに義務の根拠が専門家の情報力・交渉力に依拠するものではあるものの、適用

場面が異なるといえる。

四 本判決で問題となる日経平均株価オプションの売り取引については、損が無限に拡大するという、リスクの高い取引であることから、適合性原則に違反が不法行為を構成するとしているが、その具体的な判断枠組みにおいて、原審と最高裁は異なっている。

原審が一般投資家の勧誘自体が適合性違反としたのに対して、最高裁は具体的な投資家の属性によって適合性の有無を判断するとしている。この点、原審の判断ではオプションの売り取引の抽象的なリスクの高さに着目しているが、一般投資家に市場が開放されている以上、妥当でないと思われる<sup>(17)</sup>。取引に存するリスクがいかなるものであれ、適切な情報提供によってリスクをコントロールすることができるのであれば、取引から排除する必要はない。適合性原則が問題となるのは、資産状況その他の事情から取引耐性のない当事者を勧誘した場合であり、勧誘自体が違法となり、説明の程度は適合性原則の違反に関係しないのである。

本件におけるオプションの売り取引は、広く投資者が市場に参加することを予定している以上、リスクの高さのみをもって、自己責任原則の妥当し得ない領域として、適合性を否定することは妥当でない。ここでは取引に参加する投資者の自己責任でリスク管理をすべきであって、特に不適當な勧誘行為によって投資者を市場から排除すべき例外的事情が存在しない限り、適合性を否定すべきではないのである。したがって、最高裁の判断枠組みが妥当であろう<sup>(18)</sup>。

もっとも適合性原則違反の挙証責任について、最高裁の理論では投資者が挙証すべきことになる。この点については、証券取引法の趣旨などから証券業者が挙証責任を負うべきであるとする見解が存在する<sup>(19)</sup>。

五 最高裁は、適合性原則の違反による不法行為については結論的に否定しているが、Yの「その余の責任原因」についてさらに審理を尽くすべく、原審に差戻しをしている。その責任として考えられるのが、補足意見にある指導助言義務である。

ここでの義務は、証券会社と投資者の取引が長期にわたり継続的に行われることから生じる、信義則上の義務であると考えられる。具体的には、取引に適合性を有する富裕層あるいは機関投資家に対する投資勧誘について、証券会社に指導助言の義務を認めることができる。投資金額が巨額であるが故に取引の内容を把握するのは困難であり、専門家である証券会社が適切な指導助言を行う必要がある<sup>20</sup>。

説明義務が証券取引に入る際の意思決定に関わり、投資者の意思決定の機会を確保するものであるのに対して、指導助言義務はその後の継続的な取引において投資者の財産を保護するものであり、適合性原則と連続的なものとして考えられる。したがって、勧誘段階で投資者の財産保護に違反することがなかったとしても、その後の取引の状況によっては指導助言義務を尽くしていないものとして、損害賠償責任が発生することとなる。

六 民法における消費者保護の議論は、抽象的な「消費者」像に基づきこれに対する保護を図るものであり、その前提には情報力の格差による意思決定の機会の確保がある。しかし、本判決においてはかかる消費者保護の議論は妥当せず、具体的な当事者において相対的に、取引適合性を判断している。この点は、民法の消費者保護の議論においても参考すべきであろう。消費者保護の議論の中では、民法の原則である私的自治の原則、それから生じる自己決定の原則がありながら、「弱者たる消費者」の保護を強調するがあまり、広く取引への介入が起こる危険性があることを認識すべきである。消費者保護の名目で取引への介入を広く認めることよりも、具体

的な取引の場面で意思決定の機会が適切に確保されているか。さらに投資勧誘においては、その前提として適合性原則の違反がないかを判断すべきであると考ええる。

もっとも投資勧誘の場面で民事ルールによってどこまで妥当な解決がなされるかが問題である。投資者保護と証券取引秩序の維持を以下に図るべきだが、今後の課題であろう。民事ルールによる事後的な救済では不十分な場合も考えられるため、勧誘行為のルールを確立し、自己責任原則が適切に機能する金融市場を整備すべきであろう。

※本稿は、神戸学院大学商事法研究会（第三回）における、報告及び議論を参考に作成したものである。

- (1) 本判決後、平成一七年六月の証券取引法の改正および金融商品取引法の成立により、適合性の原則は金融商品取引法四〇条に規定されるに至った。
- (2) 上柳敏郎「適合性原則と説明義務をめぐる判例法理と課題」金融法務事情一五三五号二七頁以下（一九九九年）。
- (3) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『証券取引法』四八五頁注（一）（青林書院・二〇〇六年）。
- (4) アメリカ法における適合性原則の発展については、森田章『金融サービスの法理論』三六頁以下（有斐閣・二〇〇一年）。
- (5) 規定の経緯については、山下友信「証券会社の投資勧誘」『河本一郎先生還暦記念・証券取引法大系』三一七頁以下（商事法務研究会・一九八六年）、清水俊彦「証券取引における適合性原則」『消費者信用取引（現代裁判法大系一三巻）』八九頁以下（新日本法規出版・一九九八年）。
- (6) 適合性原則に関する下級審裁判例については、志谷匡史『神崎克郎先生還暦記念・逐条証券取引法』一八七頁以



